

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ARTHUR PINTO PENTAGNA

O ANTITRUSTE NA ECONOMIA ATUAL: UMA DISCUSSÃO À PARTIR DOS  
QUESTIONAMENTOS LEVANTADOS PELOS NEO-BRANDEISIANOS

CURITIBA

2019

ARTHUR PINTO PENTAGNA

O ANTITRUSTE NA ECONOMIA ATUAL: UMA DISCUSSÃO À PARTIR DOS  
QUESTIONAMENTOS LEVANTADOS PELOS NEO-BRANDEISIANOS

Dissertação apresentada como requisito parcial  
à obtenção do grau de Mestre Profissional em  
Desenvolvimento Econômico, no Curso de Pós-  
Graduação em Desenvolvimento Econômico,  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da  
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Vinicius Klein

CURITIBA

2019

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)  
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Pentagna, Arthur Pinto

O antitruste na economia atual: uma discussão à partir dos  
questionamentos levantados pelo Neo-brandeisianos / Arthur Pinto Pentagna  
. – 2019.  
91 p.

Dissertação (mestrado profissional) - Universidade Federal do Paraná,  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em  
Desenvolvimento Econômico.

Orientador: Vinicius Klein.

Defesa: Curitiba, 2019.

1. Antitruste. 2. Neo-brandeisianos. 3. Competição (Economia). 4.  
Concentração econômica. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de  
Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós- Graduação em Mestrado  
Profissional em Desenvolvimento Econômico. II. Klein, Vinicius. III. Título.

CDD 343.0721



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO  
SETOR SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO - 40001016051P7

## TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **ARTHUR PINTO PENTAGNA** intitulada: **O Antitruste na Economia Atual: uma discussão a partir dos questionamentos levantados pelos neo-brandesianos**, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 29 de Abril de 2019.

  
VINICIUS KLEIN

Presidente da Banca Examinadora (UFPR)

  
VIVIAN AMARO CZELUSNIAK

Avaliador Externo (PUCPR)

  
JOSÉ GUILHERME SILVA VIEIRA

Avaliador Interno (UFPR)

## **RESUMO**

Esta dissertação apresenta o debate antitruste, em especial nos Estados Unidos, no contexto da crescente onda de concentração econômica. O aumento no poder de mercado das firmas que vem sendo verificado tem gerado questionamentos acerca da imposição da legislação antitruste. Os críticos do atual estado do antitruste denominam-se neo-brandeisianos e defendem uma aplicação mais rigorosa do antitruste para endereçar uma série de questões decorrentes da concentração e da falta de competição nos mercados. Dentre os problemas que os neo-brandeisianos relacionam com a falta de competição estão, entre outros, a influência política das corporações e a desigualdade de renda. Apesar desses questionamentos acerca do antitruste nos círculos acadêmicos e na imprensa, a maioria das autoridades desconfia dos méritos de se abandonar o atual paradigma na aplicação da legislação. O motivo dessa desconfiança seria a previsibilidade e segurança jurídica que o atual paradigma supostamente confere. Ainda, argumenta-se que parte das críticas dos neo-brandeisianos ao atual estado do antitruste poderiam ser endereçadas sem implicar em mudanças radicais ou em excessiva discricionariedade por parte das autoridades concorrenciais.

Palavras-chave: Antitruste. Neo-brandeisianos. Competição. Concentração.

## **ABSTRACT**

This dissertation presents the antitrust debate, especially in the United States, in the context of the growing wave of economic concentration. The increase in the market power of firms that has been verified has raised questions about the imposition of antitrust legislation. Critics of the current state of antitrust are called neo-Brandeisians and advocate stricter enforcement of antitrust to address a number of issues arising from concentration and lack of market competition. Amid the problems that neo-Brandeisians associate with the lack of competition are, among others, the political influence of corporations and income inequality. Despite these antitrust questionings in academic circles and the press, most authorities are suspicious of the merits of abandoning the current paradigm in law enforcement. The reason for this suspicion is the predictability and legal certainty that the current paradigm allegedly confers. Further, it is argued that part of the neo-Brandeisians' criticism of the current state of antitrust could be addressed without entailing radical changes or excessive discretion on the part of the competition authorities.

Keywords: Antitrust. Neo-brandeisians. Competition. Concentration.

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - DIFERENÇA ENTRE CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE E CRESCIMENTO DOS SALÁRIOS EM TERMOS PERCENTUAIS DE 1973 ATÉ 2017 (ANO BASE 1948).....	31
FIGURA 2 – RENDA MEDIANA PER CAPITA NORTE-AMERICANA ENTRE 2000 E 2016 .....	33
FIGURA 3 – TAXA DE JUROS MÉDIA ANUAL PARA EMPRÉSTIMOS PENDENTES DE JANEIRO/2013 A MARÇO/2019 .....	63
FIGURA 4 – SPREAD MÉDIO ANUAL PARA EMPRÉSTIMOS PENDENTES DE JANEIRO/2013 A MARÇO/2019 .....	64
FIGURA 5 – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS BANCOS DE 2011 A 2016 .....	65

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>1 O pano de fundo: a importância do antitruste na leitura de Zingales, elementos que contribuíram para o aumento na concentração dos mercados, e as anomalias presentes na economia .....</b>	<b>14</b>
1.1 O excepcionalismo norte-americano Segundo Zingales e o papel do antitruste.....	14
1.2 O paradigma do bem-estar do consumidor .....	21
1.3 <i>Too big to fail</i> , externalidades de rede e <i>winner takes all economy</i> como elementos concentradores presentes na nova economia.....	25
1.4 Concentração econômica e problemas recentes.....	29
<b>2 Porque a concentração é um problema: os argumentos dos neo brandeisianos .....</b>	<b>35</b>
2.1 Influência política das corporações .....	35
2.2 Preços inflados, salários comprimidos e subinvestimento.....	39
2.3 Economias de escala, eficiência e inovação .....	45
2.4 Risco moral, ilusão de escolha e aprisionamento tecnológico.....	49
2.5 Considerações finais.....	52
<b>3 O antitruste dentro de uma perspectiva atual.....</b>	<b>54</b>
3.1 O paradigma do bem-estar do consumidor na prática: o guia de análise para atos de concentração horizontal do CADE .....	54
3.2 A defesa do paradigma pelo <i>status quo</i> .....	59
3.3 A concentração do setor bancário no Brasil .....	62
3.4 Uma agenda para o antitruste no século XXI .....	65
3.5 O impacto da introdução de uma “regra de ouro” na análise do CADE.....	73
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>76</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>80</b>



## INTRODUÇÃO

A economia mundial vem apresentando um problema de concentração econômica e aumento do poder de mercado das firmas. Trabalhos como Calligaris, Criscuolo e Marcolin (2018) apontaram um aumento nos *markups* em uma amostra de 26 países desde o começo dos anos 2000. Diez, Leigh e Tambunlertchai (2018) analisaram informações de companhias de capital aberto em 74 economias diferentes desde 1980 e encontraram um aumento significativo no *markup* nas economias desenvolvidas. De Loecker e Eeckhout (2018) fizeram uma análise semelhante e chegaram a conclusões análogas. A questão dos monopólios e do poder de mercado das firmas é, no entanto, mais pronunciada e discutida na economia norte-americana<sup>1</sup>.

Alguns livros recentes, como Wu (2018b) e Hearn e Tepper (2018) discutiram o fenômeno, além de trabalhos acadêmicos como Grullon, Larkin e Michaely (2018). A imprensa também tem abordado o assunto e mesmo publicações ligadas ao mercado financeiro, como a *The Economist*<sup>23</sup> e a *Bloomberg*<sup>45</sup>, têm publicado matérias críticas à concentração dos mercados, em particular no setor de alta tecnologia. Esse aumento de concentração dos mercados gerou a retomada da discussão acerca do antitruste nos Estados Unidos no âmbito acadêmico, sendo que os autores que compõem a literatura crítica que surgiu são chamados de neo-brandeisianos<sup>6</sup>. O artigo de Khan (2016), no qual a autora identificou na onipresença da Amazon no mercado de vendas *online* um possível problema para o antitruste, é usualmente mencionado como um ponto de partida da literatura neo-brandeisiana<sup>7</sup>.

A discussão também já chegou na política e, como aponta Crane (2018b), representantes de ambos os partidos políticos dos Estados Unidos têm demonstrado

<sup>1</sup> FELONI, R. Nobel Prize-winning economist Joseph Stiglitz says the US has a major monopoly problem. **Business Insider**, 6 set. 2018. Disponível em: <<https://www.businessinsider.com/joseph-stiglitz-says-the-us-has-a-major-monopoly-problem-2018-9>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>2</sup> How to tame the tech titans. **The Economist**, Londres, 18 jan. 2018. Disponível em: <<https://www.economist.com/leaders/2018/01/18/how-to-tame-the-tech-titans>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>3</sup> American tech giants are making life tough for startups. **The Economist**, Londres, 2 jun. 2018. Disponível em: <<https://www.economist.com/business/2018/06/02/american-tech-giants-are-making-life-tough-for-startups>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>4</sup> NOCERA, J. Easiest Fix for Facebook: Break It Up. **Bloomberg**, 21 nov. 2018. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-11-21/fix-facebook-by-breaking-it-up-under-antitrust-regulation>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>5</sup> SMITH, N. Big Tech Sets Up a 'Kill Zone' for Industry Upstarts. **Bloomberg**, 7 nov. 2018. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-11-07/big-tech-sets-up-a-kill-zone-for-industry-upstarts>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>6</sup> O termo neo-brandeisiano refere-se ao jurista norte-americano Louis Brandeis, que foi um dos principais influenciadores do antitruste em seus primeiros anos.

<sup>7</sup> KHAN, L. Amazon's Antitrust Paradox. **Yale Law Journal**, New Haven, vol. 126, n. 3, p. 709-805, 2016.

preocupação com o fenômeno da oligopolização dos mercados e têm defendido uma aplicação mais rigorosa da legislação antitruste.

Apesar de ser um assunto bastante discutido no momento, esse ressurgimento do antitruste no debate público e na academia vem após décadas de relativo ostracismo. Desde a criação da legislação nos Estados Unidos no final do século XIX até a década de 1970, o antitruste contava com apoio bipartidário, sendo considerado um instrumento essencial para garantir o bom funcionamento econômico. No entanto, nas últimas décadas do século XX e no início do século subsequente, o consenso em torno do antitruste deixou de existir, levando a uma menor aplicação da legislação contra as empresas.

Parte desse paulatino abandono deriva do triunfo da Escola de Chicago nessa área, representado pelo livro de Bork acerca do tema<sup>8</sup>. Economistas e advogados da Escola de Chicago fizeram uma releitura da legislação antitruste e interpretaram o propósito da mesma como sendo a maximização do bem-estar do consumidor. Dessa maneira, o antitruste somente deveria ser utilizado quando a concentração presumidamente penalizasse os consumidores na forma de preços maiores, ou seja, deve-se buscar a maximização do bem-estar do consumidor. Essa interpretação pouco a pouco tornou-se dominante, fazendo com que a aplicação da legislação antitruste se tornasse menos rígida e mais compatível com os movimentos de concentração.

Essa reinterpretação, no entanto, é rejeitada por uma parte dos estudiosos do antitruste. Outros autores, como Grandy (1993), argumentam que a legislação antitruste originalmente intentava preservar a competição, e não necessariamente garantir preços menores ao consumidor. Nessa leitura, o foco da legislação seria no comportamento dos produtores, e não necessariamente na garantia de preços menores aos consumidores.

Pitofsky (1979), por sua vez, afirmou que é “má história, má política e má lei” excluir componentes políticos da interpretação da legislação antitruste<sup>9</sup>. Zingales (2012), Crane (2018b) e Wu (2018b) também consideram que boa parte da motivação original do antitruste era evitar concentrações excessivas de poder privado. Dessa forma, o conteúdo político da legislação antitruste seria tão importante quanto seu conteúdo econômico.

Outro motivo que levou a uma menor aplicação do antitruste, particularmente com relação a empresas na fronteira tecnológica, seria a ideia de que a concentração nessas indústrias é natural, dada a característica de fortes externalidades de rede e dinâmicas do tipo *winner takes all* presentes nas mesmas. Como Wu (2018b) aponta, o caráter caótico e a alta taxa de natalidade e mortalidade de empresas nos primeiros anos da

---

<sup>8</sup> BORK, R. **The Antitrust Paradox: A Policy at War with Itself**. Nova York: Free Press, 1978.

<sup>9</sup> “It is bad history, bad policy, and bad law to exclude certain political values in interpreting the antitrust laws.” In: PITOFSKY, R. Political Content of Antitrust. **University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, vol. 127, p. 1051-1075, 1979.

internet, entre o final dos anos 1990 e início dos 2000, levaram a uma impressão de que o conceito de barreiras à entrada era inadequado para tratar essas novas indústrias<sup>10</sup>.

Evidentemente, o paradigma do bem-estar do consumidor derivado de Chicago faz com que a aplicação tradicional da legislação antitruste se torne bastante difícil em algumas indústrias da nova economia. Sendo o Facebook e o Google plataformas gratuitas, por exemplo, não se pode provar que os consumidores estejam sendo penalizados na forma de preços maiores.

Concomitantemente com o gradual abandono do antitruste, todavia, vem surgindo uma série de problemas na economia global, notadamente a crescente desigualdade de renda. De acordo com diversos autores, esses dois fenômenos estariam relacionados. Conforme essa interpretação, a desigualdade resultaria, em parte, de lucros anormais que algumas firmas e seus acionistas estariam experimentando devido ao poder de mercado decorrente da falta de competição.

Em um texto de 2016 sobre o assunto, Stiglitz argumentou que existem duas escolas de pensamento diferentes no que se refere à competitividade dos mercados e a distribuição de renda<sup>11</sup>. Uma escola, que Stiglitz chama de liberal, defenderia que os mercados são eficientes e que, portanto, a renda dos indivíduos está atrelada ao produto marginal que os mesmos provêm à economia. Já a outra escola não teria como pressuposto a eficiência dos mercados, e veria a distribuição de renda mais como uma função do poder que os indivíduos e as firmas exercem.

Como Stiglitz aponta, a crescente oligopolização dos mercados e a desigualdade de renda que tem se verificado nos últimos anos faz com que a escola liberal aparentemente fique sem respostas para essas questões. A hipótese de que os mercados são naturalmente competitivos não parece razoável frente à crescente concentração econômica e as evidências empíricas que indicam um maior poder de mercado por parte das firmas.

Pode-se dizer que uma figura importante nesta discussão é o economista da Universidade de Chicago, Luigi Zingales. Em seu livro *A Capitalism for the People*<sup>12</sup> o autor identifica o fenômeno da concentração dos mercados na economia atual e traz uma série de argumentos contra a emergência dos monopólios e oligopólios e a favor de uma maior aplicação da legislação antitruste.

Zingales é cético quanto a eficiência dos mercados quando esses tornam-se excessivamente concentrados e também relaciona a oligopolização com questões como

<sup>10</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 120.

<sup>11</sup> STIGLITZ, J. Are markets efficient, or do they tend towards monopoly? The verdict is in. **World Economic Forum**, 18 maio 2016. Disponível em <<https://www.weforum.org/agenda/2016/05/joseph-stiglitz-are-markets-efficient-or-do-they-tend-towards-monopoly-the-verdict-is-in/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>12</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people: recapturing the lost genius of American prosperity**. Nova York: Basic Books, 2012.

a crescente desigualdade de renda. De acordo com o autor, o que gera resultados eficientes em um mercado é a competição, e não a busca de lucro. Além disso, o autor cita outros problemas resultantes da oligopolização, como o crescente poder político das empresas e o risco moral decorrente de pacotes de ajuda que o governo realiza quando firmas *too big to fail* se encontram em dificuldades. Dessa forma, a aplicação da legislação antitruste seria uma maneira de minimizar esses problemas.

O resgate do antitruste no debate vem, portanto, como uma possível resposta a problemas mais gerais da economia global além da mera concentração dos mercados. Dentre essas questões, a desigualdade é a que tem causado mais debates. Em artigo recente, Rodrik abordou o problema da desigualdade e utilizou o conceito de dualidade estrutural, um conceito usado por alguns autores clássicos do desenvolvimento econômico para explicar a condição de subdesenvolvimento<sup>13</sup>.

Entre os autores mais liberais, embora a desigualdade seja certamente considerada uma anomalia, o foco de preocupação recai sobre outros aspectos. Zingales (2012), em particular, utiliza boa parte do seu livro para dissertar sobre possíveis consequências políticas de concentrações econômicas excessivas. A preocupação desses autores é de que tais concentrações gerem o que se convencionou chamar “capitalismo de compadrio”.

Segundo definição de Haber (2002), o capitalismo de compadrio seria um sistema no qual aqueles próximos das autoridades políticas recebem favores que têm grande valor econômico<sup>14</sup>. Uma vez instaurado um regime de capitalismo de compadrio, o próprio funcionamento dos mercados seria prejudicado, já que o incentivo dado às firmas não seria mais ser mais eficiente e sim ser mais próximo das autoridades. Como Zingales interpreta o chamado “excepcionalismo americano”, que será examinado mais a fundo posteriormente, como sendo derivado do fato de os Estados Unidos nunca terem tido um sistema de compadrio, essa ameaça é central em sua argumentação.

No contexto brasileiro, podemos traçar um paralelo entre a obra de Zingales e o livro *Capitalismo de Laços*, de Sergio Lazzarini<sup>15</sup>. O autor fez uma análise quantitativa com base na estrutura societária das empresas no Brasil, e concluiu que a economia nacional é organizada através de grandes “nós”. Os nós seriam grandes instituições, tanto públicas quanto privadas, que são acionistas de diversas companhias brasileiras simultaneamente. Lazzarini deixa a discussão em aberto em seu livro, mas indica que essa concentração acionária no capitalismo brasileiro pode facilitar a ocorrência de

---

<sup>13</sup> RODRIK, D. The Good Jobs Challenge. **Project Syndicate**, 7 fev. 2019. Disponível em: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/how-countries-can-create-middle-class-jobs-by-dani-rodrik-2019-02>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>14</sup> “Crony capitalism is usually thought of as a system in which those close to the political authorities who make and enforce policies receives favors that have large economic value.” In: HABER, S. **Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence**. Stanford: Hoover Institution Press, 2002. p. 7.

<sup>15</sup> LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

episódios de compadrio, prejudicar acionistas minoritários e gerar ineficiências alocativas<sup>16</sup>.

Além da preocupação com a eventual emergência de um sistema de capitalismo de compadrio e de seu impacto sobre o funcionamento dos mercados, há preocupações políticas mais profundas. Alguns autores temem que concentrações excessivas de poder econômico representem uma ameaça até mesmo para a própria democracia liberal. A relação entre o nazismo e os cartéis alemães, por exemplo, foi explorada por Crane (2018a).

Entretanto, o antitruste não seria a única forma de lidar com esses problemas. Outra forma plausível de limitar o poder de mercado das firmas seria através da regulamentação. No entanto, a regulação também apresenta as suas deficiências. Há o risco de que os reguladores sejam, eventualmente, capturados pelos interesses das empresas reguladas, e acabem por estender o interesse das mesmas, ao invés de buscar o bem comum<sup>17</sup>. Por fim, regulamentações excessivas podem gerar barreiras à entrada, prejudicando ainda mais o caráter competitivo dos mercados<sup>18</sup>.

Piketty (2013) foi outro autor que recentemente chamou a atenção para a crescente desigualdade de renda nos países desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos. Porém, o diagnóstico e a solução que Piketty apresenta são diferentes. Piketty propõe que o Estado incorra em políticas redistributivas ativas, sobretudo fiscais, para corrigir o que ele enxergava como sendo a natureza intrinsecamente concentradora do capitalismo.

Assim sendo, o apelo do antitruste frente a outras soluções propostas derivaria de seu caráter relativamente liberal. A aplicação da legislação antitruste traria os mercados para uma situação mais próxima do ideal de concorrência viável, corrigindo as distorções derivadas de uma excessiva concentração, sem fazer-se necessário criar uma estrutura estatal exagerada ou alterar demasiadamente os incentivos para a geração de riqueza.

Como Crane (2018b) aponta, é provável que a legislação antitruste tenha sido originalmente criada com essa questão sendo levada em consideração. Nas palavras do autor, o antitruste seria um “*band-aid* no capitalismo”, sendo mais desejável na visão dos legisladores da época do que reformas mais radicais ou uma intrusão exagerada do setor público no setor privado.

Apesar do antitruste estar sendo amplamente discutido, e de tantos acadêmicos e meios de comunicação estarem advogando mudanças profundas em seu atual estado, o *mainstream* permanece cético com relação aos benefícios de se mudar o paradigma na

<sup>16</sup> LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 118.

<sup>17</sup> STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Sciences**, Hoboken, vol. 2, n. 1, p. 3-21, 1971.

<sup>18</sup> O Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE cita as exigências legais e regulatórias como uma possível fonte de barreiras à entrada.

aplicação da legislação. Um argumento comum dos defensores do paradigma é de que o bem-estar do consumidor proveria uma maneira simples de se analisar práticas anti-competitivas, e abandoná-lo poderia gerar insegurança jurídica e discricionariedade. Outro argumento utilizado é de que os chamados neo-brandeisianos ignoram a teoria econômica ao fazerem suas recomendações.

Como veremos, parte das críticas do *mainstream* aos neo-brandeisianos não tem uma base sólida. Há alternativas factíveis no sentido de se endurecer o antitruste, atendendo a demandas dos neo-brandeisianos, sem que se crie insegurança jurídica ou uma excessiva discricionariedade. Um maior rigor na análise de fusões e aquisições, regras mais restritas para empresas do mercado financeiro, e a instituição de um mecanismo chamado investigações de mercado seriam iniciativas que iriam nesse sentido.

No entanto, a legislação antitruste não é a solução de todos os problemas e provavelmente seriam necessárias outras ações para lidar com os problemas supracitados. Ademais, existem exemplos ilustrativos da legislação antitruste sendo utilizada de maneira exagerada no passado.<sup>1920</sup>

Além disso, o endurecimento do antitruste traz consigo *tradeoffs*, como qualquer política. Um *tradeoff* evidente é com relação a economias de escala. É possível que algumas empresas ineficientes se mantenham artificialmente no mercado havendo um terceiro que evite fusões e aquisições em mercados já concentrados, e que em alguns casos os consumidores acabem tendo que pagar preços maiores. A aplicação do antitruste também traz consigo a possibilidade de algum grau de discricionariedade, o que também pode gerar consequências indesejáveis.

Também vale mencionar que muito embora esse trabalho se embase principalmente na literatura que trata da questão da concentração nos Estados Unidos, como supracitado, essa é uma questão que vem ocorrendo a nível global. A opção por focar na literatura estadunidense se dá pelo fato de a discussão estar mais madura por lá. Dessa forma, as conclusões que se extraem têm um caráter relativo de generalidade.

Dito isso, o presente trabalho se desenvolve tomando como ponto de partida o livro de Zingales (2012), buscando contextualizar o argumento por ele desenvolvido, trazer a visão de mais autores acerca dos problemas abordados, e por fim apresentar um contraponto e sugestões para o aprimoramento do antitruste no atual contexto.

Dessa maneira, o restante do texto organiza-se da seguinte forma. Primeiro, é apresentado o contexto do trabalho. Porque na leitura de Zingales o antitruste seria tão importante, as características da nova economia e o paradigma do bem-estar do consumidor como fatores que influenciaram na concentração econômica recente, e as

<sup>19</sup> WU, T. **The Curse of Bigness**: Antitrust in the New Gilded Age. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 104.

<sup>20</sup> SKITOL, R.; VORRASI, K. The remarkable 50-year legacy of Brown Shoe Co. v. United States. **Antitrust**, vol.26, n. 2, p. 47-53, 2012.

anomalias que vêm sendo verificadas na economia estadunidense. No segundo capítulo, apresentam-se os argumentos que os neo-brandeisianos utilizam ao justificar um enrijecimento do antitruste. No terceiro capítulo, são expostos alguns dos contrapontos feitos pelo *mainstream* aos neo-brandeisianos e são feitas propostas que buscam endereçar algumas das questões problemáticas. Por fim, conclui-se que embora haja resistência a mudanças, é possível fazer algumas alterações marginais na imposição da legislação antitruste sem produzir mudanças estruturais no *modus operandi* atual e sem substituir-se o paradigma do bem-estar do consumidor.



## 1 O pano de fundo: a importância do antitruste na leitura de Zingales, elementos que contribuíram para o aumento na concentração dos mercados, e as anomalias presentes na economia

### 1.1 O excepcionalismo norte-americano segundo Zingales e o papel do antitruste

O ponto de partida deste trabalho é o livro *A Capitalism for the People*, do economista Luigi Zingales, da Universidade de Chicago. Zingales é um economista com doutorado pelo MIT que dá aulas na Universidade de Chicago desde 1992. Zingales desenvolveu boa parte de sua carreira acadêmica estudando os mercados financeiros, mas tem publicações sobre temas bastante diversos como o impacto da confiança entre diferentes nacionalidades sobre o comércio internacional<sup>21</sup> e o papel da imprensa em informar os cidadãos e evitar a captura dos legisladores por parte de interesses concentrados<sup>22</sup>.

Como especifica no início da obra, o que levou Zingales a escrever um livro advogando por um endurecimento do antitruste e condenando concentrações excessivas na economia são sinais de que os Estados Unidos estão se tornando um exemplo de capitalismo de compadrio. As principais evidências que Zingales cita em seu favor são as crescentes despesas com *lobbying* e a emergência de pacotes de ajuda do governo junto a instituições privadas, como o lançado após a crise de 2008.

O conceito de capitalismo de compadrio é bastante abordado no Brasil, e podemos traçar uma analogia com o patrimonialismo que Sérgio Buarque de Holanda cita em seu livro *Raízes do Brasil*. O patrimonialismo seria caracterizado pela falta de limites claros entre o que é público e o que é privado. Mais recentemente, o professor Sérgio Lazzarini abordou o tema no livro *Capitalismo de Laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. O livro demonstra como o capitalismo brasileiro é caracterizado pela presença de grandes nós, grupos econômicos de grande porte que tem participação societária em diversas empresas conjuntamente. O autor indica que a presença desses nós pode facilitar a

---

<sup>21</sup> GUIO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Cultural Biases in Economic Exchange?. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 124, n. 3, p. 1095-1131, 2009.

<sup>22</sup> DYCK, A.; MOSS, D.; ZINGALES, L. Media versus Special Interests. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 56, n. 3, p. 521-553, 2013.



existência de coordenação entre os atores econômicos<sup>23</sup>, além de expressar preocupação com as implicações políticas dessa estrutura concentrada na economia<sup>24</sup>.

Isso dito, é prudente que antes de se dissertar sobre o papel que a política antitruste representa na construção desenvolvida por Zingales (2012), entenda-se o porquê de o autor colocar tanta ênfase nesse aspecto da economia.

Zingales destaca o quanto o capitalismo do modelo norte-americano e o livre mercado lhe parecem o tipo de organização ideal para conciliar liberdade e desenvolvimento econômico. Zingales opõe, diversas vezes, a realidade norte-americana com a realidade de seu país natal, a Itália.

Segundo o mesmo, enquanto nos Estados Unidos as habilidades individuais são as principais determinantes do sucesso, na Itália prevalece um sistema que valoriza demasiadamente os laços pessoais e familiares em detrimento da eficiência e do mérito. Assim sendo, enquanto o capitalismo norte-americano seria meritocrático e dinâmico, o capitalismo italiano seria caracterizado pelo nepotismo e compadrio.

Para reforçar seu ponto, o autor utiliza inúmeros exemplos que ilustram a diferença entre os dois modelos. O arquétipo do bilionário estadunidense, por exemplo, é usualmente algum empresário do setor tecnológico que criou empresas extremamente bem-sucedidas, como Bill Gates ou Mark Zuckerberg. Já quando pensamos em um bilionário italiano, Silvio Berlusconi é um dos primeiros a serem lembrados. No entanto, Berlusconi conseguiu seu sucesso no mercado muito menos competitivo e altamente regulamentado das telecomunicações e, segundo o autor, utilizou sua influência política para obter vantagens econômicas<sup>25</sup>.

De acordo com Zingales, esse sistema mais dinâmico e meritocrático configuraria o que se convencionou chamar excepcionalismo norte-americano.

O conceito de excepcionalismo deriva da ideia de que há algo diferente com relação aos Estados Unidos quando comparados com outras nações do mundo. Alexis de Tocqueville, que costuma ser apontado como um dos primeiros a notar esse suposto excepcionalismo, relatou o que mais lhe chamou a atenção nos Estados Unidos da seguinte forma:

Entre as coisas singulares que atraíram minha atenção durante minha permanência nos Estados Unidos, nada me impressionou mais do que a igualdade geral das condições. (...) Quanto mais eu avançava no estudo da sociedade

<sup>23</sup> “Finalmente, a terceira crítica aos grupos baseia-se em eventuais efeitos anticompetitivos da sua presença. Isto é, os grupos podem ser canais de conluio e criação de poder de mercado: maiores preços para os seus clientes, menores preços para os seus fornecedores.” In: LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 124.

<sup>24</sup> “Uma segunda crítica aos grupos é relacionada ao que discutimos no capítulo anterior: em vez de mecanismos para reduzir custos de transação, os grupos podem ser máquinas de captura de benefícios públicos.” In: LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 119.

<sup>25</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people**: recapturing the lost genius of American prosperity. Nova York: Basic Books, 2012. p. 7.

americana, mais eu percebia que a igualdade de condições é o fato fundamental do qual todos os outros parecem derivar, e o ponto central em que todas as minhas observações constantemente terminam.<sup>26</sup>

No entanto, o termo em si foi supostamente utilizado pela primeira vez por Joseph Stalin. Quando os membros do Partido Comunista dos Estados Unidos perceberam que, ao contrário do que ocorria na Europa, a ideologia comunista não era bem aceita junto ao proletariado estadunidense, um líder do partido chamado Jay Lovestone alertou Stalin sobre o que parecia ser uma exceção à teoria marxista. Na resposta, o ditador soviético chamou a ideia de excepcionalismo norte-americano de “heresia”<sup>27</sup>.

O que a visão de excepcionalismo de Tocqueville e dos comunistas estadunidenses tem em comum é a noção de que haveriam características únicas na sociedade norte-americana que fariam com que certas instituições fossem mais resilientes por lá. No caso de Tocqueville, essa instituição é a democracia<sup>28</sup>. No caso dos comunistas essa instituição é o capitalismo.

E qual é a fonte desse excepcionalismo norte-americano?

Segundo Zingales, há uma série de fatores que explicam essa diferença entre o capitalismo nos Estados Unidos e em outros países da Europa ocidental e do leste asiático.

Um desses fatores seria que os Estados Unidos se caracterizaram, desde o início, como um país no qual as instituições foram criadas com um caráter mais inclusivo. Os primeiros imigrantes que fundaram as colônias norte-americanas fugiam de uma realidade na qual havia uma estrutura social rígida e liberdades limitadas. Logo, esses imigrantes buscaram construir um sistema mais livre e igualitário quando imigraram para a América do Norte.

Ajudou na construção desse modelo mais justo o federalismo adotado pelas colônias, além da virtual inexistência de fronteiras, uma vez que o novo continente tinha

---

<sup>26</sup> “Amongst the novel objects that attracted my attention during my stay in the United States, nothing struck me more forcibly than the general equality of conditions. (...) The more I advanced in the study of American society, the more I perceived that the equality of conditions is the fundamental fact from which all others seem to be derived, and the central point at which all my observations constantly terminated.” In: TOCQUEVILLE, A. **Democracy in America**. Chicago: University of Chicago Press, 1838. p. 11.

<sup>27</sup> MCCOY, T. How Joseph Stalin Invented ‘American Exceptionalism’. **The Atlantic**, 12 mar. 2012. Disponível em: <<https://www.theatlantic.com/politics/archive/2012/03/how-joseph-stalin-invented-american-exceptionalism/254534/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>28</sup> Tocqueville escreveu o seu livro após passar de maio de 1831 até fevereiro de 1832 nos Estados Unidos. O propósito de sua viagem, a princípio, era estudar o sistema prisional norte-americano. No entanto, Tocqueville aproveitou a oportunidade para estudar a sociedade estadunidense como um todo e tecer comentários acerca da mesma. O principal foco da obra de Tocqueville era entender porque a democracia representativa funcionava nos Estados Unidos, porém não havia funcionado em outros países, como a sua França natal. Vale notar que Tocqueville escrevia num contexto no qual a França experimentava frequentes instabilidades políticas e que, após a Revolução Francesa, a França havia falhado em estabelecer uma República duradoura. Nos Estados Unidos, pelo contrário, a República havia se instalado logo após a independência da Inglaterra e persistia até então.

grandes extensões de terra e uma população pequena. Dessa forma, era fácil para o colonizador migrar para diferentes regiões, o que levou as colônias a “competir” para atrair mais pessoas. Evidência disso é o fato de que foram os estados mais à oeste, que tinham maior necessidade de atrair mão-de-obra, os primeiros a estender o direito de voto para todos.<sup>29</sup>

O tamanho diminuto do Estado quando o desenvolvimento econômico se deu nos Estados Unidos também é mencionado como uma característica importante. Quando ocorreu a industrialização norte-americana, o Estado ainda representava uma fração mínima da economia e provia poucos serviços para a população.

Dessa maneira, segundo o autor, era mais fácil prosperar competindo no mercado do que buscando apoio no Estado, já que, naquela época, este tinha pouco a oferecer. Assim, uma consequência desse fato histórico seria que a industrialização estadunidense se deu de maneira autônoma, e não como uma construção do Estado, como ocorreu com o modelo de substituição de importações na América Latina e os grandes conglomerados japoneses e coreanos. Esse desenvolvimento autônomo tornou menor o risco de o capitalismo estadunidense se tornar um sistema de compadrio como o italiano.

Outros diferenciais que valem ser citados são a *common law*<sup>30</sup>, que é baseada na jurisprudência e, portanto, menos sujeita a má intenção dos legisladores, e a ética protestante, que valoriza o trabalho e a acumulação de capital, ao contrário do que ocorre no catolicismo e no islamismo.

Entretanto, para efeito do presente trabalho, a característica “excepcional” norte-americana mais importante apontada por Zingales é a que o mesmo chama de “tradição populista”.

Apesar do termo populismo ser utilizado frequentemente de forma pejorativa para caracterizar políticas de esquerda ou direita que geram benefícios no curto prazo e atendem a algum tipo de senso comum, mas que usualmente são prejudiciais no prazo mais longo, Zingales relembra que os Estados Unidos têm uma tradição de “bom populismo”.

Segundo definição de Mudde, cientista político que estuda o tema, o populismo seria uma ideologia que divide a sociedade em dois campos antagônicos: as pessoas

---

<sup>29</sup> ENGERMAN, S.; SOKOLOFF, K. The Evolution of Suffrage Institutions in the New World. **The Journal of Economic History**, Cambridge, vol. 65, n. 4, p. 891-921, 2005.

<sup>30</sup> *Common law* é o direito derivado da tradição anglo-saxã e que até hoje é base dos sistemas jurídicos em muitas das ex-colônias do Império Britânico. Na *common law*, as decisões precedentes tomadas acerca de uma questão são utilizadas para embasar decisões atuais acerca do mesmo tema. Se uma questão nunca antes julgada surja, a decisão desse processo servirá como precedente para eventuais julgamentos futuros, de maneira análoga ao que ocorreria com uma lei. Dessa forma, na *common law* há uma ênfase na jurisprudência, em detrimento de leis e estatutos. A *civil law*, em oposição, deriva da tradição romano-germânica e é a base dos sistemas jurídicos na Europa continental e na América Latina. Na *civil law*, a principal fonte utilizada para embasar as decisões judiciais é um código escrito que prescreve princípios gerais para a aplicação das leis.

“puras” e a elite corrupta<sup>31</sup>. Outra característica que estudiosos apontam em líderes populistas seria a insistência em convencer as pessoas de que são *anti-establishment*. O *establishment* aqui pode-se entender como sendo os intelectuais, os membros da elite ou os próprios políticos. Outro traço do populismo seria um desprezo pelas estruturas políticas estabelecidas e uma tendência ao autoritarismo<sup>32</sup>.

Isso dito, o “bom populismo” que Zingales se refere remonta, principalmente, à insatisfação popular e consequentes reformas modernizantes que se deram entre o final do século XIX e início do século XX, no período que ficou conhecido na história norte-americana como “era progressiva”. Ao contrário do populismo “ruim”, que costuma atacar as próprias instituições (o *establishment*), o populismo estadunidense reformou essas instituições para garantir seu melhor funcionamento.

No próprio populismo norte-americano a marca do excepcionalismo está presente, portanto. Ao invés de atacar o capitalismo ou a democracia, como o populismo à esquerda ou à direita costuma fazer, o populismo estadunidense foi reformista e conseguiu manter o consenso em torno dessas instituições.

Zingales reforça que há diversas semelhanças entre os populistas do início do século passado e os de agora (o autor cita movimentos como o *Occupy Wall Street* e o *Tea Party* como sendo populistas do século XXI<sup>33</sup>). Tanto os antigos como os atuais têm uma forte desconfiança das autoridades, e reclamam que interesses de grandes corporações acabaram por influenciar o poder público. Ambos os movimentos se dão em um contexto de oligopolização dos mercados e aumento da desigualdade.

Na era dos populistas originais o foco do descontentamento era contra os chamados “barões ladrões”, grandes industriais que dominavam suas respectivas indústrias quase por inteiro, como John Rockefeller (petróleo), Cornelius Vanderbilt (transportes), Andrew Carnegie (aço), JP Morgan (bancos), entre outros. Hoje, os principais setores apontados como problemáticos são os de alta tecnologia e o setor financeiro.

Dentre as conquistas alcançadas por esse bom populismo estão não só as primeiras leis antitruste dos Estados Unidos, como também o princípio de eleições para o Senado (antes os senadores eram indicados pelos governadores<sup>34</sup>), o sufrágio

---

<sup>31</sup> MUDDE, C. Populism in the Twenty-First Century: An Illiberal Democratic Response to Undemocratic Liberalism. **The Andrea Mitchell Center for the Study of Democracy**, (2018?). Disponível em: <<https://www.sas.upenn.edu/andrea-mitchell-center/cas-mudde-populism-twenty-first-century>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>32</sup> MOLLOY, D. What is populism, and what does the term actually mean? **BBC**, 6 mar. 2018. Disponível em: <<https://www.bbc.com/news/world-43301423>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>33</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people: recapturing the lost genius of American prosperity**. Nova York: Basic Books, 2012. p. 17.

<sup>34</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people: recapturing the lost genius of American prosperity**. Nova York: Basic Books, 2012. p. 78.

feminino, a instituição de dispositivos de democracia direta como referendos, entre outros.

Dessa forma, na interpretação de Zingales, os norte-americanos seriam historicamente *pró-mercado* porém *anti-negócios*. O que significa que, embora os estadunidenses apoiassem fortemente o livre-mercado, os mesmos viam com bastante desconfiança as relações entre grandes corporações e o governo, de maneira que por muito tempo se tentou impor limites aos poderes das empresas.

A síntese desse pensamento está presente no ensaio que Louis Brandeis, um jurista estadunidense que influenciou fortemente o antitruste em seus anos iniciais, escreveu sobre o tema<sup>35</sup>. Muito embora a desconfiança com o Estado grande seja um traço frequentemente lembrado quando se pensa nos estadunidenses, esquece-se que essa desconfiança se estende para as grandes corporações também, ou pelo menos assim o foi durante uma parte significativa da história norte-americana.

Como Crane (2018b) aponta, a visão de Brandeis derivava de uma linha de pensamento estadunidense que remonta a Thomas Jefferson, e que guardava restrições tanto com relação ao Estado grande quanto com relação a grandes corporações privadas<sup>36</sup>.

Vale lembrar também que a *Boston Tea Party*, acontecimento marcante da histórica norte-americana e que precedeu a independência, ocorreu devido à concessão por parte do governo inglês de privilégios no comércio de chá para a Companhia das Índias Orientais. A companhia era uma grande “corporação” da época e seus interesses e os do governo inglês muitas vezes se confundiam. Ou seja, o descontentamento com o capitalismo de compadrio já estava presente na fundação da nação norte-americana.

Zingales afirma que essa desconfiança com as grandes empresas acabou por gerar regulamentações e legislações que pareciam ineficientes de maneira estritamente econômica. O setor financeiro, particularmente, foi bastante afetado por regulamentações restritas. Até a década de 1970, por exemplo, os bancos norte-americanos de um estado eram proibidos de abrirem filiais em outros estados.<sup>37</sup>

No entanto, o autor faz a ressalva que o “melhor” é inimigo do “bom”, e que essas intervenções governamentais, bem ou mal, cumpriram seu dever de manter os interesses das empresas longe do governo.

Essa combinação única de características permitiu aos Estados Unidos manter um sistema democrático e um forte apoio ao livre-mercado, o que conferiu ao país uma

<sup>35</sup> BRANDEIS, L. **Other People's Money**. 1913-1914. Disponível em: < <https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>>. Acesso em: 15 março 2019.

<sup>36</sup> ROSEN, J. The Curse of Bigness. **The Atlantic**, 3 jun. 2016. Disponível em: <<https://www.theatlantic.com/politics/archive/2016/06/the-forgotten-wisdom-of-louis-d-brandeis/485477/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>37</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people: recapturing the lost genius of American prosperity**. Nova York: Basic Books, 2012. p. 51.

vantagem comparativa e um consequente desenvolvimento superior frente aos demais. Foi possível controlar a tendência redistributiva presente em democracias, que pode prejudicar os incentivos à criação de riqueza, porém também houve o cuidado de evitar uma plutocracia que funcionasse para proteger interesses estabelecidos.

Na leitura liberal de Zingales, portanto, o desenho institucional estadunidense manteve a estrutura produtiva mais próxima de um modelo de concorrência efetiva, o que seria essencial para explicar o grande desenvolvimento econômico norte-americano. Todavia, é necessário fazer algumas ressalvas com relação a interpretação de Zingales do desenvolvimento estadunidense.

Primeiramente, outros autores liberais enfatizam variáveis diferentes ao explicar o sucesso econômico norte-americano. Acemoglu e Robinson (2012) definem a fonte do vigor econômico estadunidense como sendo a presença de instituições políticas e econômicas inclusivas, em oposição a instituições extrativas, mas não chegam ao ponto de definir formalmente o que seriam essas instituições inclusivas. Já North (1990) também foca nas instituições em sua leitura do desenvolvimento norte-americano, mas para ele a educação seria um fator mais determinante que a estrutura produtiva<sup>38</sup>. Numa linguagem de hoje, as especificidades institucionais estadunidenses teriam criado uma *knowledge economy*.

Já fora do campo liberal, autores como Chang (2002) colocam bastante ênfase nas altas barreiras tarifárias que os Estados Unidos impuseram aos produtos importados desde meados do século XIX até a Segunda Guerra Mundial, contradizendo o argumento de Zingales de Estado pequeno. Essas barreiras tarifárias teriam contribuído, junto com outras políticas industriais ativas, para o desenvolvimento da indústria nascente norte-americana e o grande desenvolvimento que se verificou nesse período.

Dado o histórico protecionista norte-americano, a colocação de Zingales de que os estadunidenses são historicamente fortes apoiadores do livre-mercado não é precisa se assumirmos uma acepção ricardiana do termo. Além disso, a alegação de Zingales de que os Estados Unidos conseguiram conter os impulsos distributivistas intrínsecos a uma democracia deve ser vista com ressalvas. Na verdade, durante boa parte do século XX, as taxas de imposto de renda estadunidenses para as rendas mais altas foram quase confiscatórias<sup>39</sup>. Ironicamente, esse padrão passou a ser revertido à partir da década de

---

<sup>38</sup> “U.S. economic history is illustrative. The perceived rewards to increased knowledge and education in the nineteenth century induced public and private investment in formal education, on-the job training, and applied research both in agricultural and industrial activities (...) The overall result has, however, reinforced the initial perception of the complementarity between economic performance and investment in the growth and dissemination of knowledge. The United States has been immensely productive in the twentieth century. The significant implication of this story is that the market for knowledge together with the subjective perceptions of the players coincided to produce a private and public investment in knowledge that approached the social rate of return” In: NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. Nova York: Cambridge University Press, 1990. p. 89-90.

<sup>39</sup> U. S. Individual Income Tax: Tax Rates for Regular Tax: Highest Bracket. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. 1913-2015. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/IITRHB>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.



1980, época em que começaram a surgir alguns dos problemas que preocupam Zingales e outros autores que defendem um maior rigor no antitruste.

Também vale ressaltar que a visão apologética dos Estados Unidos e suas especificidades históricas e institucionais que Zingales apresenta está longe de ser um consenso. Uma crítica comum é a de que o conceito de excepcionalismo americano é meramente um mito utilizado para justificar a política externa agressiva estadunidense<sup>404142</sup>. Segundo essa visão, o excepcionalismo americano seria um artifício retórico que é comum a todas as grandes potências dominantes ao longo da história, indo da China até o Império Britânico.

## 1.2 O paradigma do bem-estar do consumidor

Os Estados Unidos foram os pioneiros na criação e na aplicação da legislação antitruste. Como citado anteriormente, há uma longa tradição filosófica estadunidense que remonta a Thomas Jefferson que guarda ressalvas com relação a concentrações de poder privado. Após a Segunda Guerra Mundial, o antitruste atingiu o auge de sua popularidade e gozava de apoio consensual.

Dessa maneira, é curioso notar que o antitruste passou de um elemento central no sistema econômico e político norte-americano para um elemento marginal e pouco utilizado. Para se entender esse salto, é necessário compreender como o paradigma do bem-estar do consumidor, popularizado por Robert Bork e outros advogados e economistas da Escola de Chicago, tornou-se dominante na interpretação e aplicação da legislação antitruste.

O que os acadêmicos dessa Escola fizeram foi basicamente incorporar elementos da teoria microeconômica clássica no instrumental do antitruste. Quando se admitia os pressupostos da teoria clássica, como a racionalidade dos agentes e o princípio da maximização, verificava-se que algumas decisões tomadas em nome do antitruste não pareciam resultar em ganhos para o consumidor.

A crítica da Escola de Chicago ao conhecimento convencional e, na época, consolidado do antitruste, que era representado pela Escola de Harvard, começou por aspectos marginais como aponta Posner (1979). Práticas que antes eram consideradas

---

<sup>40</sup> LEVITZ, E. American Exceptionalism Is a Dangerous Myth. **New York Mag**, 2 jan. 2019. Disponível em: <<http://nymag.com/intelligencer/2019/01/american-exceptionalism-is-a-dangerous-myth.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>41</sup> WALT, S. The Myth of American Exceptionalism. **Foreign Policy**, 11 out. 2011. Disponível em: <<https://foreignpolicy.com/2011/10/11/the-myth-of-american-exceptionalism/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>42</sup> HUGHES, D. Unmaking an exception: A critical genealogy of US exceptionalism. **Review of International Studies**, Cambridge, vol. 41, n. 3, p. 527-551, 2015.

anti-competitivas passaram a ser revisitadas e a serem tratadas como, no máximo, inócuas.

A Escola de Harvard tinha o seu embasamento teórico fundado na teoria da organização industrial, em especial no paradigma da estrutura-conduta-desempenho. Esse paradigma enfatiza que a estrutura do mercado no qual a firma está inserida tem o potencial de influenciar a sua conduta e, por conseguinte, também afetar seu desempenho. Assim sendo, mercados concentrados tenderiam a gerar interações entre seus participantes de maneira a obter resultados diferentes dos esperados em mercados competitivos, implicando em ineficiências alocativas. Ou seja, a quantidade de participantes em um mercado tinha uma forte influência no nível de competitividade do mesmo. Mercados oligopolizados tenderiam a ter um nível de competição menor, com as empresas sendo capazes de obter lucros anormais.

Dessa forma, havia um forte pressuposto no antitruste sob a influência da Escola de Harvard de que concentrações econômicas deveriam ser evitadas. Esse pressuposto se mantinha mesmo sob o argumento de que maiores concentrações poderiam gerar benefícios na forma de preços menores aos consumidores e reduções de custos por parte dos produtores. Em função disso, a legislação antitruste foi utilizada de uma maneira exagerada em algumas ocasiões.<sup>43</sup>

A Escola de Chicago surgiu como uma resposta a essas situações interpretadas como exageradas, e mudou a maneira como se enxergava o antitruste. O foco da legislação deixou de ser a concentração per se, e passou-se a assumir que o antitruste somente deveria ser utilizado quando os consumidores fossem prejudicados, principalmente na forma de preços maiores. De certa maneira, essa mudança de paradigma tirou o ônus da prova das firmas acusadas de práticas anti-competitivas e o passou para os acusadores. Deixou-se de assumir que a concentração é, em geral, prejudicial, e passou-se a exigir um maior embasamento sobre de que maneira certa prática ou fato geraria prejuízos aos consumidores.

Se a Escola de Harvard era fortemente embasado na teoria da organização industrial, a Escola de Chicago, por sua vez, era fundada na teoria microeconômica clássica. Com os pressupostos da teoria microeconômica clássica sendo utilizados, portanto, economistas e advogados da Escola de Chicago passaram a revisar o antitruste e a chegar a conclusões que iam contra o entendimento de até então.

Alguns artigos escritos por membros da Escola de Chicago ilustram as diferenças de entendimento entre as duas escolas acerca do antitruste. Bork (1954) afirmou que casos de integração vertical por parte das empresas não deveriam ser objeto de preocupação por parte das autoridades encarregadas de aplicar a legislação antitruste,

---

<sup>43</sup> SKITOL, R.; VORRASI, K. The remarkable 50-year legacy of *Brown Shoe Co. v. United States*. *Antitrust*, vol.26, n. 2, p. 47-53, 2012.



uma vez que a integração vertical não concederia uma habilidade maior às firmas de cobrar preços acima do nível competitivo por seus produtos.

Bowman (1957), por sua vez, argumentou que as vendas casadas, prática considerada anti-competitiva na época pois teoricamente estendiam o poder de monopólio de uma firma sob um produto para outros produtos, não necessariamente deveriam ser consideradas ilegais. McGee (1958) desafiou o conhecimento convencional de que a Standard Oil se utilizou de políticas de preço predatórias para aumentar seu poder de monopólio e chegou a lamentar que isso não houvesse ocorrido. Nas palavras de McGee:

Em alguns aspectos é uma pena que a Standard não tenha usado cortes predatórios de preços para alcançar sua posição de monopólio. Se o fizesse, certamente não teria obtido um maior poder de monopólio do que alcançou de outras maneiras e, durante o processo, os consumidores poderiam ter comprado produtos derivados do petróleo por muito menos dinheiro. A Standard, portanto, não apenas teria doado parte de seu próprio capital, como também teria compelido os concorrentes a doar uma quantia menor.<sup>44</sup>

No entanto, para que o paradigma do bem-estar do consumidor saísse do círculo acadêmico e se tornasse o *mainstream* na aplicação da legislação era necessário mais do que uma interpretação econômica acerca de quais deveriam ser os objetivos do antitruste. Era necessária uma base legal que suportasse a ideia de que tudo que as autoridades devem considerar num caso de antitruste é o impacto da decisão nos preços cobrados ao consumidor. Essa base legal veio com o artigo de Bork (1966).<sup>45</sup>

Bork reinterpretou a intenção original dos legisladores ao criar o antitruste, à partir de registros dos debates e de correspondências, como sendo unicamente o que ele chamou de bem-estar do consumidor. Inúmeros estudos apontam que a releitura de Bork foi, no mínimo, exagerada. Como apontam Pitofsky (1979), Grandy (1993), Crane (2018b), entre outros, os legisladores pareciam ter em mente uma série de questões ao criar o antitruste, que iam desde a proteção dos trabalhadores e dos pequenos produtores até as consequências políticas de concentrações excessivas de poder econômico.

Orbach (2011) também aponta inconsistências conceituais em Bork, uma vez que por bem-estar do consumidor o autor aparentemente pretendia dizer excedente do consumidor, dado que há situações nas quais a adoção do conceito expresso em seu artigo e em seu posterior livro resultaria numa diminuição e não aumento do bem-estar do consumidor. Além disso, a análise de Bork minimizou eventuais impactos de

---

<sup>44</sup> “In some respects it is too bad that Standard did not employ predatory price cutting to achieve its monopoly position. In doing so it would surely have gotten no greater monopoly power than it achieved in other ways, and during the process consumers could have bought petroleum products for a great deal less money. Standard would thereby not only have given some of its own capital away, but would also have compelled competitors to donate a smaller amount” In: MCGEE, J. Predatory Price Cutting: The Standard Oil (N.J.) Case. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, vol.1, outubro, p. 137-169, 1958.

<sup>45</sup> BORK, R. Legislative Intent and the Policy of the Sherman Act. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, vol. 9, outubro, p. 7-48, 1966.

ineficiências alocativas e dinâmicas em favor de eficiências produtivas e estáticas. Ou seja, na perspectiva de Bork mesmo que uma fusão ou aquisição possa conferir um poder de mercado maior à empresa, isso não deveria ser objeto de preocupação desde que os ganhos de escala que a firma obtiver excedam as perdas derivadas desse poder.

Posner (1979), que era ele mesmo um dos expoentes da Escola de Chicago, chama a atenção para a ausência de considerações estratégicas no trabalho de Bork. Na leitura de Posner, isso se daria por não haver, pelo menos na época, uma teoria geralmente aceita do comportamento estratégico dentro do paradigma neoclássico que Bork desenvolveu o seu argumento.

Apesar de todas essas ressalvas feitas por acadêmicos, a releitura de Bork foi profundamente bem-sucedida em rejeitar a análise convencional do antitruste, representada pela Escola de Harvard, e substituí-la pelo paradigma do bem-estar do consumidor. Em 1945, antes da crítica de Chicago e de Bork tornar-se dominante, o juiz responsável em um caso de antitruste contra uma companhia de alumínio afirmou o seguinte:

Nós estivemos falando somente dos motivos econômicos que proíbem o monopólio; mas (...) há outros, baseados na crença que grandes concentrações industriais são inerentemente indesejáveis, a despeito de seus resultados econômicos. Nos debates no Congresso o próprio Senador Sherman (...) mostrou que dentre os propósitos do Congresso em 1890 estava um desejo de acabar com grandes agregações de capital devido ao desamparo dos indivíduos ante eles.<sup>46</sup>

No entanto, já em 1979 os juízes aceitavam a tese de que o Congresso havia criado a legislação antitruste como uma prescrição em favor do bem-estar do consumidor<sup>47</sup>.

Posner (1979) interpreta a revolução do paradigma do bem-estar do consumidor dentro de um contexto mais geral no qual o campo econômico da organização industrial, que era a base da chamada Escola de Harvard, vinha sofrendo ataques por parte do *mainstream* da ciência. Esses ataques vinham em função de muitos dos trabalhos nessa área irem contra premissas amplamente aceitas na teoria econômica, amparando-se em observações *ad hoc* e sem uma base teórica forte.

Wu (2018b), por sua vez, atribui grande parte do sucesso de Bork ao fato de a argumentação do mesmo ter se encaixado na chamada “guerra cultural” da época. O paradigma do bem-estar do consumidor restringiria a discricionariedade das autoridades,

---

<sup>46</sup> “We have been speaking only of the economic reasons which forbid monopoly; but (...) there are others, based upon the belief that great industrial consolidations are inherently undesirable, regardless of their economic results. In the debates in Congress Senator Sherman himself (...) showed that among the purposes of Congress in 1890 was a desire to put an end to great aggregations of capital because of the helplessness of the individual before them” In: BORK, R. Legislative Intent and the Policy of the Sherman Act. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, vol. 9, outubro, p. 7-48, 1966.

<sup>47</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 103.

estreitando a análise e evitando um suposto “ativismo judicial” que, segundo o autor, preocupava os conservadores na época.

Porém, tanto Posner quanto Wu concordam que contribuiu para a vitória do paradigma do bem-estar do consumidor a “desistência” por parte da Escola de Harvard. Os próprios acadêmicos que haviam desenvolvido o antitruste antes da crítica de Chicago aceitaram as premissas principais dos proponentes da teoria do bem-estar do consumidor, apenas tratando de elaborar um pouco mais a mesma, colocando-a em um instrumental mais aplicável para as autoridades.

Essa desistência ocorreu devido a um desejo das próprias autoridades responsáveis pelo antitruste de prover uma base teórica econômica mais forte na aplicação da legislação. O paradigma do bem-estar do consumidor provia essa base, enquanto o paradigma anterior, embora pudesse ser considerado mais fiel à intenção original dos legisladores, não era tão efetivo em gerar previsibilidade e evitar uma excessiva discricionariedade por parte das autoridades.

Dessa forma, pouco a pouco a interpretação da Escola de Chicago tornou-se dominante, e esqueceu-se que a legislação antitruste originalmente mirava um rol de problemas mais extenso que simplesmente o preço para o consumidor final. Também foram deixadas de lado as fraquezas do paradigma do bem-estar do consumidor de uma perspectiva puramente econômica, como a ausência de considerações estratégicas em sua fundamentação, além da falta de preocupação com eventuais ineficiências dinâmicas derivadas de excessivas concentrações econômicas.

### 1.3 *Too big to fail*, externalidades de rede e *winner takes all economy* como elementos concentradores presentes na nova economia

Com relação aos pacotes de ajuda lançados pelo governo, em especial aos bancos, a correlação com a oligopolização é bastante evidente. A doutrina do “*too big to fail*” afirma que algumas empresas são tão grandes e tão interconectadas que sua falência geraria externalidades desastrosas para o todo da economia. Ou seja, a falência dessas firmas não geraria danos somente para as partes interessadas óbvias, como funcionários, acionistas, fornecedores e consumidores, mas teriam o potencial de gerar danos sistêmicos, causando recessões em países inteiros.

Segundo definição do ex-presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, as empresas *too big to fail* “são firmas cujo tamanho, complexidade, interconexões, e funções críticas são tais que se a firma for inesperadamente em liquidação, o restante do sistema financeiro e da economia enfrentariam severas consequências adversas.”<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> “A too-big-to-fail firm is one whose size, complexity, interconnectedness, and critical functions are such that, should the firm go unexpectedly into liquidation, the rest of the financial system and the economy would face severe

Em certa medida, essa doutrina é uma profecia autorrealizável.

Quando se acredita que uma firma atingiu essa escala e que o governo a resgatará em caso de adversidades, há uma tendência para que essa empresa consiga crédito com maior facilidade que suas concorrentes menores. Tudo o mais constante, é mais vantajoso emprestar dinheiro para uma firma cujo fiador é o próprio governo do que para uma que não tem essa garantia.

Ou seja, quando se chega a esse ponto ocorre um círculo vicioso que faz com que a concentração da indústria em questão aumente ainda mais, *ceteris paribus*.

Em um cenário ainda pior, o mercado pode identificar que ser “*too big to fail*” gera uma vantagem comparativa para as firmas, e fusões e aquisições que não aconteceriam sem essas circunstâncias ocorreriam. A consequência seria mais e mais concentração nas indústrias e mais e mais empresas com garantias implícitas do governo.

Números do Instituto para Fusões, Aquisições e Alianças apontam que o ritmo de fusões e aquisições vem crescendo ao longo dos anos. Segundo o banco de dados do Instituto, o valor girado por fusões e aquisições no mundo passou de 347 bilhões de dólares em 1985 para atingir um pico de 4 trilhões e 920 bilhões de dólares em 2007. Em 2018, o valor despendido nesse tipo de transação foi de 3 trilhões e 888 bilhões de dólares<sup>49</sup>.

Obviamente, para que a concentração econômica chegue num ponto no qual a falência de uma firma represente um risco sistêmico para a economia, é necessário que as autoridades não percebam ou ignorem essa situação. Se as agências governamentais responsáveis por garantir a concorrência e a aplicação do antitruste estiverem atentas e dispostas a bloquear fusões e aquisições significativas e quebrar monopólios em situações excepcionais, como estiveram durante boa parte do século XX, seria pouco provável que surgisse um novo monopólio como foi a Standard Oil.

No entanto, pelo contrário, há indícios de que a aplicação da legislação antitruste vem sendo mais leniente ao longo dos anos. Como citado por Zingales (2017), enquanto entre 1970 e 1999 o Departamento de Justiça e a Comissão Federal de Comércio estadunidenses abriram na média 15.7 processos por monopolização ou tentativa de monopolização por ano, entre 2000 e 2014 esse número caiu para 2.8.

Se no passado companhias como a Standard Oil e a AT&T foram quebradas em diversas empresas menores graças à legislação antitruste, hoje é quase inimaginável ocorrer o mesmo com grandes corporações como o Facebook ou o Google.

---

adverse consequences.” In: BERNANKE, B. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Board of Governors of the Federal Reserve System**, 2 set. 2010. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>49</sup> Number & Value of M&A Worldwide. **Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances**. 1985-2018. Disponível em: <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

Além da doutrina do *too big to fail* e do afrouxamento na execução da legislação antitruste que tem ocorrido nos últimos anos, favorecendo a concentração das indústrias, há um outro fator que também contribui decisivamente para a consolidação que tem se verificado. São as chamadas externalidades de rede.

Segundo o glossário de termos estatísticos da OCDE, externalidades seriam situações nas quais a produção ou consumo de um bem gera custos ou benefícios a outros que não estão refletidos nos preços dos bens. O exemplo mais comum de externalidade, nesse caso negativa, é a poluição. A produção de um bem que implique em poluição gera impactos negativos em outras pessoas que não estão diretamente envolvidas na transação em si, como vizinhos de uma planta petroquímica, por exemplo<sup>50</sup>.

Externalidades de rede, por sua vez, são caracterizadas como situações nas quais o benefício que um usuário extrai de determinado produto cresce em proporção ao número de consumidores total desse mesmo produto.

O exemplo clássico de produto no qual externalidades de rede estão presentes é o telefone. Se houvesse apenas uma pessoa no mundo com um telefone, essa pessoa extrairia pouco benefício do fato de ter acesso a essa tecnologia. No entanto, conforme o número de usuários fosse aumentando, esse benefício também iria aumentar. Se fosse possível ligar para uma outra pessoa com o telefone, o benefício obtido já seria maior do que se não fosse possível ligar para nenhuma. Se fosse possível ligar para dez pessoas, o benefício cresceria ainda mais. Se fosse possível ligar para cem, idem. É dessa maneira as externalidades de rede aumentam a utilidade que o usuário extrai do produto.

O produto em si não muda. Um telefone continua guardando as mesmas propriedades físicas e tecnológicas a despeito do número de usuários do mesmo. O que muda no caso de um telefone solitário no mundo e bilhões de telefones ao redor do mesmo conectando pessoas de diferentes continentes é o aumento na utilidade que o consumidor extrai do produto decorrente de externalidades de rede.

Para que essas externalidades de rede sejam significativas, é necessário que o produto atinja uma certa massa crítica, que é nada mais que uma certa escala. Após essa escala ser atingida, há uma tendência que haja um *feedback* positivo e mais e mais consumidores adiram ao produto ou a tecnologia.

As redes sociais são, por definição, os mercados nos quais as externalidades de rede são mais fortes. Uma rede social com nenhum ou poucos usuários tem pouca utilidade para as pessoas. No entanto, essas mesmas externalidades estão presentes também em outros mercados de alto conteúdo tecnológico. Sistemas operacionais e softwares são outros exemplos de produtos nos quais as externalidades de rede estão presentes.

---

<sup>50</sup> OECD. Externalities. **Glossary of Statistical Terms**, 5 mar. 2003. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3215>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

Um trabalhador tenderá a se especializar no software mais conhecido do mercado. Pouco agrega a um currículo ter proficiência em um software pouco utilizado no mercado, enquanto agrega bastante ter proficiência no software que é padrão no mesmo. Da mesma forma, o empregador buscará utilizar os softwares e o sistema operacional que lhe fornecerão mais trabalhadores qualificados para sua utilização.

Zingales chama a situação na qual há uma tendência natural a uma concentração quase absoluta de determinada indústria de “*winner takes all economy*”. O autor ressalta que isso pode ocorrer não só em indústrias nas quais existam externalidades de rede, mas também em mercados nos quais há externalidades sociais, ou seja, quando um produto aparenta ter um valor maior para o consumidor em função de sua popularidade.

Zingales cita um estudo feito por psicólogos que demonstra o quanto esse efeito social pode distorcer os resultados de um mercado. Os psicólogos dividiram um grupo em dois e pediram que os participantes dessem notas para músicas desconhecidas e depois baixassem as que gostaram mais.

No entanto, um grupo teve acesso ao número de downloads que aquelas músicas já tinham e o outro não. Tanto as notas quanto a proporção dos downloads que os estudantes fizeram tornaram-se mais voláteis na presença do acesso à popularidade das músicas. As canções que eram mais populares obtiveram um sucesso desproporcional quando os estudantes estavam cientes de que elas eram mais conhecidas<sup>51</sup>.

Por fim, mercados nos quais o investimento inicial é alto mas o custo variável do produto é pequeno também podem apresentar essa dinâmica.

O melhor exemplo desse tipo de indústria é o mercado de aplicativos de celular. Embora haja uma dificuldade para se fazer um aplicativo, o custo de reprodução do mesmo é desprezível uma vez pronto. Ou seja, se um programador fizer um aplicativo bom o suficiente, ele pode distribuir o mesmo a custo zero e vender publicidade ou os dados dos usuários para ganhar dinheiro.

Entretanto, essa opção somente estará disponível se houver escala. E para haver escala não basta fazer um bom aplicativo nesse caso, é necessário fazer o melhor. Não faz sentido utilizar o segundo melhor aplicativo de determinada categoria se é possível usar o melhor e o custo de ambos é zero. Pode-se concordar em comprar um carro ou um celular um pouco pior, se o desconto for grande o suficiente. Porém, se é oferecido um carro de luxo ou um carro popular e não se pagará nada a despeito de qual dos dois se escolhe, dificilmente o carro popular será escolhido.

Assim sendo, no mercado de aplicativos de celular, e em outros com dinâmicas semelhantes, o melhor leva tudo e os outros não levam nada. No exemplo mais comum dos manuais de economia, o fazendeiro menos eficiente ganhava um pouco menos que o fazendeiro mais eficiente. Esse é o ideal dos mercados perfeitamente competitivos que

---

<sup>51</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people**: recapturing the lost genius of American prosperity. Nova York: Basic Books, 2012. p. 129.



tanto se estuda. Numa economia nos quais os ganhadores levam tudo, por oposição, simplesmente não há espaço para produtores menos eficientes.

#### 1.4 Concentração econômica e problemas recentes

Principalmente à partir da década de 1970 e do livro de Robert Bork sobre o antitruste, a tradição populista estadunidense citada por Zingales, que via com desconfiança a concentração excessiva de poder econômico, foi sendo abandonada em favor de uma visão mais benigna da grande corporação.

Concomitantemente com este paulatino abandono do antitruste, há sinais de que a economia norte-americana está cada vez mais oligopolizada. Junto com essa oligopolização vêm surgindo anomalias que alguns autores apontam como correlatas. Por essa razão, Zingales e outros autores propõem resgatar o bom populismo e, principalmente, o antitruste em suas obras.

Grullon, Larkin e Michaely (2018) mostram evidências de que houve um aumento da concentração em 75% das indústrias estadunidenses nos últimos vinte anos. O mesmo estudo também chama a atenção para outras tendências observadas na economia norte-americana. O número de empresas listadas na bolsa, por exemplo, caiu pela metade entre 1996 e 2016, com a quantidade de hoje igualando a do início dos anos 1970. A idade média das empresas de capital aberto passou de 12 para 18 anos no mesmo período, além do tamanho médio das firmas na economia estadunidense ter triplicado. White e Yang (2017) também verificaram um aumento moderado, mas constante, na concentração da economia norte-americana desde a metade dos anos 1990.

Um dado ainda mais significativo é a parcela do lucro total das companhias abertas referente às 100 maiores empresas listadas. Em 1995, esse número era 53%. Em 2015, o valor passou para 84%<sup>52</sup>.

Ou seja, a economia estadunidense está se caracterizando por empresas cada vez maiores, mais velhas e mais dominantes.

Junto com o fenômeno da concentração que vem caracterizando a economia estadunidense nos últimos anos, há uma série de outras questões apontadas por acadêmicos que, como veremos mais à frente, podem ser correlacionadas.

Lawrence Summers, que foi secretário do Tesouro durante o governo Clinton, aponta indícios de que há uma “estagnação secular” na economia. Essa estagnação

---

<sup>52</sup> GUILFORD, G. 30 firms earn half the total profit made by all US public companies. **Quartz**, 28 jul. 2017. Disponível em: <<https://qz.com/1040046/30-firms-earn-half-the-total-profit-made-by-all-us-public-companies/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

secular seria causada por uma propensão crescente a poupar e decrescente a investir. A evidência que Summers cita em favor de sua teoria é a recuperação fraca da economia norte-americana após a crise de 2008<sup>53</sup>.

Um estudo da McKinsey de 2017 compilou uma série de dados sobre a economia norte-americana nos últimos anos e achou uma tendência decrescente com relação aos ganhos de produtividade nos últimos anos, além de uma diminuição no investimento como parcela da economia, a despeito das taxas de juros historicamente baixas<sup>54</sup>. A diminuição no investimento, em particular, vai em linha com a argumentação de Summers sobre estagnação secular.

No entanto, o problema mais visível da economia estadunidense nesses últimos anos é a diferença entre os aumentos de produtividade e os de salários nas últimas décadas. Muito embora haja divergências no método de cálculo desse *gap*, uma vez que há estudos que utilizam a compensação total ao invés do salário, além de utilizarem deflatores diferentes, é consenso que houve algum grau de descolamento entre essas duas variáveis da década de 1970 para cá.

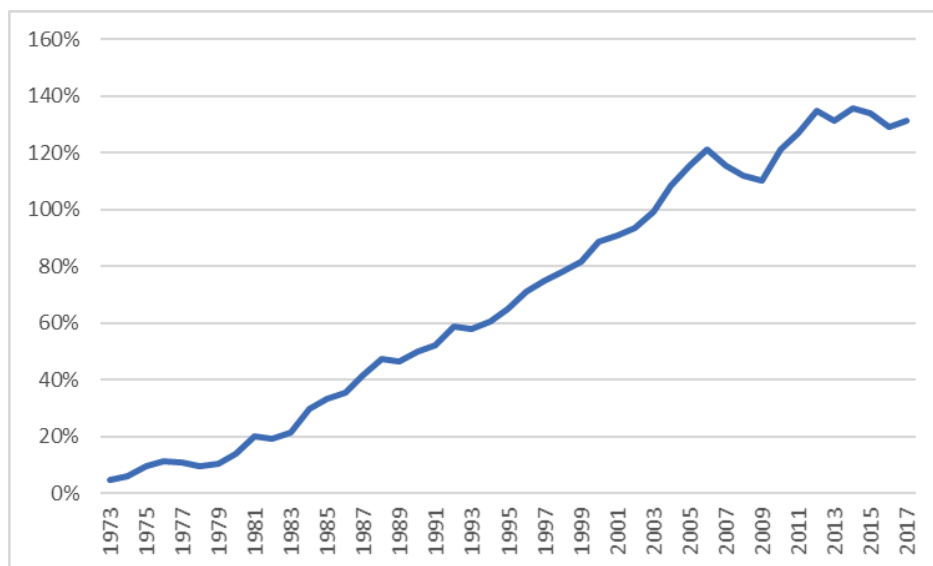
FIGURA 1 – DIFERENÇA ENTRE CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE E CRESCIMENTO DOS SALÁRIOS EM TERMOS PERCENTUAIS DE 1973 ATÉ 2017 (ANO BASE 1948)

---

<sup>53</sup> SUMMERS, L. The Age of Secular Stagnation. **Foreign Affairs**, 15 fev. 2016. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>54</sup> KRISHNAN, M. et al. The productivity puzzle: a closer look at the United States. **McKinsey Global Institute**, março 2017. Papel para discussão. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/employment%20and%20growth/new%20insights%20into%20the%20slowdown%20in%20us%20productivity%20growth/mgi-the-productivity-puzzle-discussion-paper.ashx>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.





FONTE: Economic Policy Institute.

Barkai (2016) chegou a conclusões que vão de encontro a esse fato. Barkai calculou a parcela da remuneração do trabalho e do capital, além do lucro, na renda estadunidense e verificou que tanto a parte do trabalho quanto a do capital caíram nas últimas décadas, com o lucro compensando essas perdas. Esse resultado endossa a hipótese de que a produtividade cresceu mais que os salários.

O próprio Piketty (2013) também chamou a atenção para essa situação, embora não fizesse a distinção entre retorno do capital e lucro em seu trabalho. O período no qual há um crescimento da renda do capital em relação a renda total norte-americana coincide com o período no qual a produtividade e os salários passaram a crescer a taxas diferentes.

Além disso, Zingales cita evidências que indicam que a mobilidade intrageracional, o quanto a renda do indivíduo aumenta ao longo de sua vida como proporção da renda dos demais, está caindo nas últimas décadas. Segundo dados que o autor menciona, 36 por cento dos indivíduos que começaram a vida produtiva no segundo quintil mais pobre na década de 1990 permaneceram lá, contra 32 por cento em 1980 e 28 em 1970<sup>55</sup>.

Adicionalmente, um estudo da OCDE de 2010 apontou que a mobilidade intergeracional, o quanto a renda do indivíduo independe da renda de seus pais, é

<sup>55</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people**: recapturing the lost genius of American prosperity. Nova York: Basic Books, 2012. p. 26.

marcadamente menor nos Estados Unidos que em outros países ricos<sup>56</sup>. Nesse quesito em particular, os “meritocráticos” Estados Unidos ficam muito mais próximos da “nepotista” Itália do que de outros países nos quais a mobilidade social é alta, como os países nórdicos. Aaronson e Mazumder (2008) também fizeram um trabalho sobre mobilidade intergeracional e concluíram que a mesma passou a cair à partir da década de 1980, coincidindo com o período no qual a produtividade e os salários se desalinham.

Piketty (2013) também chamou a atenção para a crescente desigualdade de renda norte-americana, embora seu foco tenha sido mais numa perspectiva estática que numa perspectiva dinâmica, como apontam as medidas de mobilidade intra e intergeracional. Segundo estimativas do Banco Mundial, o índice de Gini estadunidense, que mede a desigualdade de renda num dado momento do tempo, cresceu cerca de 20 por cento de 1979 até 2016<sup>57</sup>.

Em particular, Piketty reforça que em países nos quais a taxa de crescimento diminua no longo prazo, o que o mesmo acreditava que ocorreria ao menos nas economias desenvolvidas, é apenas natural que o estoque de riqueza “passada” ganhe uma importância relativa maior. Ou seja, a riqueza que passa de geração para geração via herança passa a ser mais determinante na renda dos indivíduos. A argumentação de Piketty vai em linha com os achados empíricos da OCDE e de Aaronson e Mazumder.

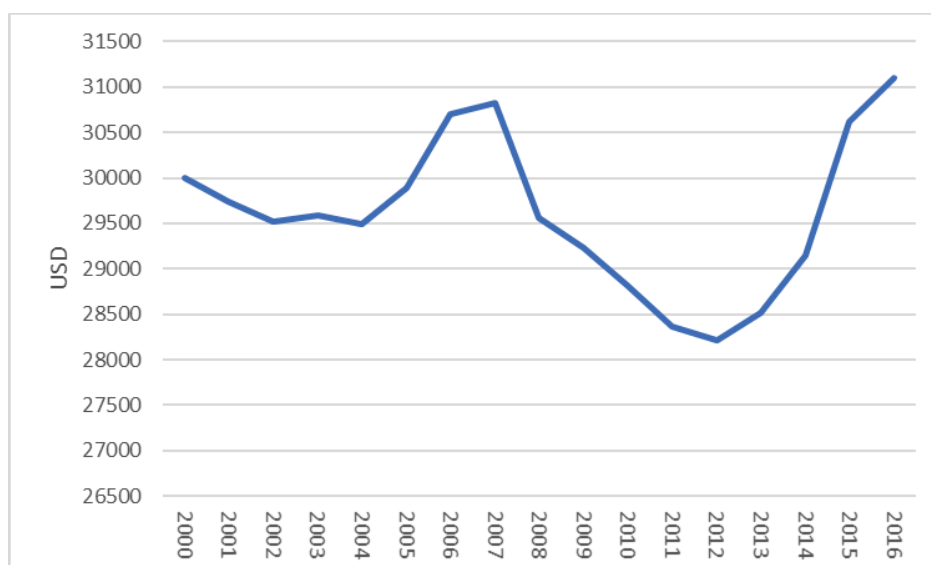
Vale notar também que a renda mediana per capita norte-americana cresceu apenas 3,7% entre 2000 e 2016, ou uma média de apenas 0,2% ao ano. Ou seja, o cidadão médio norte-americano está com sua renda semi-estagnada durante todo esse início de século<sup>58</sup>.

FIGURA 2 – RENDA MEDIANA PER CAPITA NORTE-AMERICANA ENTRE 2000 E 2016

<sup>56</sup> OCDE. A Family Affair: Intergenerational Social Mobility across OECD Countries. In: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **Economic Policy Reforms: Going for Growth**. 2010. p. 183-200. Disponível em: <<https://www.oecd.org/centrodemexico/medios/44582910.pdf>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>57</sup> GINI index (World Bank estimate). **The World Bank**. 1979-2016. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?locations=US>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>58</sup> Real Median Personal Income in the Unites States. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. 1974-2016. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/MEPAINUSA672N>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.



FONTE: Federal Reserve Bank of Saint Louis.

Todas essas evidências de que a sociedade norte-americana está se tornando mais desigual, não só do ponto de vista estático, como evidenciado pelo índice de Gini, como do ponto de vista dinâmico, através de medidas de mobilidade intra e intergeracional, vão contra o chamado “sonho americano”. É difícil defender que o sucesso está ao alcance de todos, desde que trabalhem duro, quando a riqueza é cada vez mais dividida de maneira desigual e, além disso, essa distribuição desigual tem um caráter de inércia. Esse ideal fica ainda mais indefensável quando o governo usa dinheiro público para incorrer em grandes pacotes de ajuda para instituições privadas, como ocorreu na crise de 2008.

Por fim, há uma preocupação comum entre alguns dos autores que defendem um endurecimento do antitruste de que as corporações têm tido mais influência política nos últimos anos. Apesar dessa alegação ser bastante utilizada no discurso político recente, esse é um dado difícil de se mensurar. O que se pode afirmar com certeza é que as despesas com *lobbying* de fato cresceram nos últimos anos<sup>59</sup>.

Como veremos mais à frente, todos os problemas citados podem ser relacionados em certa medida com o aumento na concentração econômica que vem se verificando nos Estados Unidos nos últimos anos. Dessa maneira, segundo os chamados neo-brandeisianos, o resgate do bom populismo e da legislação antitruste poderia servir como um possível remédio para esses problemas. Se não forem tomadas atitudes, entretanto,

<sup>59</sup> Lobbying Database. **Open Secrets**. 1998-2018. Disponível em: <<https://www.opensecrets.org/lobby/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

corre-se o risco de que o populismo ruim ganhe adeptos e que com isso as instituições democráticas e o capitalismo se deteriore.

Vale notar, entretanto, que muitos dos problemas supracitados não são exclusivos aos Estados Unidos. O aumento na desigualdade e a queda da proporção dos salários na renda nacional já havia sido apontada por Piketty (2013) para uma série de países. Karabarbounis e Neiman (2017) também verificaram uma queda da parcela do trabalho na renda a nível global.

## **2 Porque a concentração é um problema: os argumentos dos neo-brandeisianos**

## 2.1 Influência política das corporações

De todos os problemas que Zingales vislumbra com relação à oligopolização dos mercados, a possibilidade de ocorrer o que o autor chamou de “círculo vicioso de Medici” em um trabalho posterior é apontada como o pior<sup>60</sup>. O círculo vicioso de Medici, nome dado em referência à família italiana que enriqueceu no mercado financeiro e acabou por dominar a política em Florença no século XV, seria o processo no qual o dinheiro é utilizado para obter poder e o poder é utilizado para obter dinheiro.

Como Zingales aponta, quase todos os economistas concordariam que o monopólio garantido pelo Estado é o que apresenta maior chance de sobrevivência no longo prazo. Nas palavras de Friedman: “Na prática, os monopólios frequentemente, se não geralmente, surgem do apoio governamental<sup>61</sup>.”

Entretanto, a probabilidade de que as empresas obtenham essa garantia por parte do Estado é diretamente proporcional ao tamanho das mesmas.

Como Olson (1965) já demonstrou, a possibilidade de se obter um bem público cresce conforme o benefício extraído individualmente desse bem público cresce. Ou seja, em um mercado perfeitamente competitivo, com muitas empresas que têm um tamanho pequeno como proporção do mercado total, fica difícil para os produtores se organizarem e buscarem estender seus interesses. Em um oligopólio, pelo contrário, pode ser que seja vantajoso para uma única empresa incorrer nos custos de *lobbying*, desde que o benefício que a mesma obtiver exceda os custos.

Nas palavras de Zingales, conforme o tamanho da empresa cresce, o custo fixo do *lobbying* se dilui. Para exemplificar, podemos pensar em um mercado no qual haja 1000 produtores do mesmo tamanho. Se um benefício for concedido ao grupo, digamos uma isenção fiscal, cada produtor obterá um benefício igual a 1. Entretanto, para que a isenção fiscal seja concedida, é necessário que se incorra em um trabalho de convencimento dos políticos e da opinião pública que tem um custo fixo de 300, digamos.

No exemplo acima, seria difícil para que os produtores se organizassem e obtivessem o benefício, uma vez que mais de 300 produtores deveriam contribuir para dividir o custo fixo do *lobbying*. Como o benefício marginal de cada contribuição é pequeno, e há incerteza quanto ao fato de outros produtores contribuírem ou não, o mínimo de 300 dificilmente seria alcançado e com isso a isenção fiscal não ocorreria.

---

<sup>60</sup> ZINGALES, L. Towards a Political Theory of the Firm. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, vol. 31, n. 3, p. 113-130, 2017.

<sup>61</sup> “In practice, monopoly frequently, if not generally, arises from government support.” In: FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom**. Chicago: University of Chicago Press, 1962. p. 28.

Além disso, os produtores tentariam pegar uma carona. Ou seja, os produtores não contribuiriam para atingir o custo mínimo, na esperança de que outros contribuíssem e que assim pudessem extrair o bônus do benefício adquirido sem se incorrer no ônus da contribuição.

Pegando o exemplo acima, porém mudando o cenário de 1000 produtores de mesmo tamanho para um mercado no qual um produtor sozinho domina metade do mesmo, as conclusões mudam totalmente. Agora, mesmo se o grande produtor bancar o custo fixo de 300 inteiro sozinho, ainda será vantajoso para ele, uma vez que ele obterá um benefício bruto igual a 500.

Numa situação menos extrema, em que três produtores dominem um quarto do mercado cada, também é mais provável que o custo fixo do *lobbying* seja pago e a isenção fiscal seja concedida. Nesse caso, basta dois dos grandes produtores se juntarem e pagarem metade do custo fixo cada, que ainda assim eles extrairão um benefício líquido de 100 para cada um. Em um cenário no qual o terceiro grande produtor também se junte, o benefício líquido será de 150 para cada.

Ou seja, a probabilidade que empresas incorram em *lobbying* cresce conforme a concentração dos mercados cresce, uma vez que o custo de coordenação é diluído em mercados concentrados.

De fato, as despesas com *lobbying* nos Estados Unidos vêm crescendo nos últimos anos. Em 1998 essas despesas foram de 1.45 bilhão de dólares e em 2010 elas atingiram um pico de 3.51 bilhões. Em 2017, o valor ficou em 3.37 bilhões<sup>62</sup>.

Há de se notar, porém, que nos exemplos acima o *lobbying* concedeu um benefício para o grupo inteiro, e não para uma empresa específica. Muito embora possa haver divergências se um regime tributário diferenciado é desejável ou não, se uma isenção fiscal ou qualquer outro tipo de benefício for concedido para toda uma indústria, ela não altera a competição dentro desse mercado, pelo menos dentro da perspectiva do mercado nacional.

Todavia, se uma empresa fizer *lobbying* não para obter benefícios para a indústria toda, mas para alterar as regras do jogo a seu favor, o caráter competitivo do mercado pode ser prejudicado. As empresas incumbentes podem erguer barreiras à entrada através do Estado, dificultando a competição por parte de novos concorrentes.

Um caso ilustrativo dessa possibilidade é levantado por Crane (2016). Crane aborda como as montadoras e as concessionárias de carros criaram dificuldades para o esquema de venda direta da Tesla através de suas conexões políticas. Lambert (2017) por sua vez, demonstrou que bancos que fazem *lobbying* têm uma probabilidade 44.7 por cento menor de enfrentarem ações por parte de reguladores.

---

<sup>62</sup> Lobbying Database. **Open Secrets**. 1998-2018. Disponível em: <<https://www.opensecrets.org/lobby/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

No entanto, Zingales reforça que não é só através do *lobbying* que as grandes empresas acabam tendo uma vantagem comparativa política frente às demais.

O próprio tamanho das empresas pode gerar uma vantagem política. Dado que o trabalho dos agentes reguladores costuma ser bastante específico, boa parte de suas oportunidades profissionais estão restritas à indústria regulada.

Um cabeleireiro, por exemplo, não enfrenta esse problema. Digamos que exista uma agência regulamentadora dos cabeleireiros. O agente regulador incumbido da tarefa de fiscalizar os profissionais não enfrenta grandes riscos de ser capturado, pois se eventualmente sair de sua função de regulador terá milhares de estabelecimentos nos quais pode usar o seu conhecimento sobre cortes de cabelo.

Em oposição, digamos que haja uma agência reguladora incumbida de fiscalizar a indústria de aviões. Aqui no Brasil, esse órgão regulatório teria basicamente a Embraer como empresa fiscalizada. Se o regulador for demasiado duro com a Embraer, portanto, ele estará diminuindo sua empregabilidade futura. O regulador, logo, tem um interesse na sobrevivência da Embraer, para não diminuir o valor de seu capital humano.

Ou seja, a condescendência dos reguladores com relação às empresas reguladas cresce em função da concentração da indústria em questão. No exemplo do agente regulador da indústria de aviões, se forem constatadas violações por parte da Embraer que impliquem em multas, o regulador provavelmente terá em mente a questão da sobrevivência da empresa, não importa a gravidade dos problemas.

Se, eventualmente, a multa que a Embraer receber colocar a empresa em dificuldades financeiras, o regulador não estará afetando somente a sua empregabilidade futura (a chance de ele vir a ser contratado pela Embraer) como também seu emprego no presente. Se a Embraer falir, por exemplo, deixa de haver a necessidade de uma agência reguladora da indústria de aviões.

Já no caso do regulador de cabeleireiros, essa situação não ocorre. Se forem constatadas irregularidades tão grandes que o agente regulador decidir por fechar uma empresa, ele não estará prejudicando substancialmente sua empregabilidade futura e nem atual. Ainda haverá milhares de outros salões de beleza para serem fiscalizados e que poderiam empregá-lo no futuro.

De acordo com Zingales, há evidências empíricas do fenômeno citado acima. Um estudo de Agarwal et al (2014), por exemplo, demonstra que agências reguladoras estaduais são mais lenientes com as maiores entidades reguladas.

A preocupação com as consequências políticas da concentração econômica já estava na origem da lei antitruste. Como bem apontado por Zingales e outros autores, o principal motivo da legislação antitruste ter sido criada não foi econômico, mas sim político.

Quando a legislação foi criada, havia um temor da população que interesses de grandes corporações influenciassem negativamente o poder público, e uma desconfiança acerca de concentrações excessivas de poder. O princípio da legislação antitruste coincide com a época dos barões ladrões, grandes industriais estadunidenses que dominavam seus respectivos mercados quase por completo. Essa situação foi refletida na legislação e na aplicação da mesma nos anos que se seguiram.

O senador John Sherman, que propôs a lei antitruste que carregou seu nome, comparou monopolistas a reis e imperadores. Para ele, se reis e imperadores não eram aceitáveis politicamente nos Estados Unidos, monopolistas também não deveriam ser<sup>63</sup>.

Essa linha de raciocínio, que coloca a ênfase do antitruste na prevenção ao poder econômico concentrado, seguiu dominante por boa parte do século XX. Após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos e o seu exército colocaram a quebra dos cartéis industriais alemães como uma grande prioridade. Isso ocorreu em função da ascensão do nazismo, segundo o que se acreditava na época, ter sido facilitada pela grande cartelização presente na economia alemã<sup>64</sup>.

Em um documento preparado um ano após o fim da guerra, o exército norte-americano afirmava que, assim como os alemães deveriam ser convencidos da insensatez de se conceder poder excessivo a um ditador, eles deveriam ser convencidos da insensatez de se conceder poderes ditatoriais a um agente privado sobre alguma parte da economia<sup>65</sup>.

Ao ler o texto original da lei antitruste, que é curto e em linguagem simples, nota-se que não estão presentes as palavras eficiência, custo ou preço. Muito menos há menção ao bem-estar do consumidor, que posteriormente se tornaria o paradigma na aplicação da legislação. A lei simplesmente penaliza conspirações para restringir o comércio, e a monopolização ou tentativas de monopolização, tanto por agentes agindo individualmente quanto em conluio com demais.

Ou seja, não são feitas concessões na legislação antitruste original em nome de uma suposta eficiência econômica. A concentração econômica era vista como um mal que deveria ser evitado sem ressalvas.

No entanto, como apontado por Zingales (2017), a despeito da preocupação original acerca da concentração de poder na legislação antitruste, esse temor não mais existe no paradigma dominante. O poder de mercado e potencial poder político das grandes corporações é, em larga medida, ignorado pela teoria neoclássica.

---

<sup>63</sup> HEARN, D; TEPPER, J. **The myth of capitalism**: monopolies and the death of competition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018. p. 141.

<sup>64</sup> CRANE, D. Antitrust and Democracy: A Case Study from German Fascism. **University of Michigan**, 2018. Papel para discussão.

<sup>65</sup> HEARN, D; TEPPER, J. **The myth of capitalism**: monopolies and the death of competition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018. p. 137.



Como ressaltado por Zingales, porém, muitas corporações são tão grandes ou até maiores que governos nacionais. Segundo dados de 2014, dentre as 100 maiores entidades governamentais ou privadas do mundo em termos de receitas, 67 são corporações<sup>66</sup>.

Se sairmos do paradigma de contratos perfeitos e passarmos a derrubar alguns dos pressupostos da teoria neoclássica, o espaço para o poder de mercado e poder político das firmas passa a surgir. Por isso, segundo Zingales (2017), a teoria econômica deve incorporar aos seus modelos a possibilidade de que as firmas exerçam influência política.

Admitindo o poder econômico e político das firmas, passa-se a admitir também que as mesmas possam usar esse poder para estender seus interesses, erguendo barreiras à entrada contra as novas firmas. Se isso ocorrer, o poder das firmas cresce ainda mais. Dessa situação deriva a ideia de círculo vicioso que Zingales menciona.

Como Faccio (2010) demonstra, firmas politicamente conectadas têm um retorno sobre os ativos significativamente menor do que firmas que não são politicamente conectadas. Em outras palavras, são mais ineficientes. Segundo a definição de Faccio, firmas politicamente conectadas são aquelas nas quais um grande acionista ou alto executivo tem um mandato público como congressista ou ministro, ou tem relações próximas com algum político ou partido importante.

Assim sendo, manter suas conexões políticas seria ainda mais importante para essas firmas, uma vez que em um ambiente mais competitivo sua própria sobrevivência seria desafiada. Isso agravaria ainda mais um suposto círculo vicioso.

## 2.2 Preços inflados, salários comprimidos e subinvestimento

Um dos motivos do antitruste ter perdido centralidade nos últimos anos é uma visão disseminada de que este seria desnecessário. Nas palavras de Alan Greenspan, ex-presidente do Banco Central norte-americano: “Toda a estrutura das leis antitruste nesse país é uma mistura de irracionalidade econômica e ignorância<sup>67</sup>.”

Segundo essa visão, ilustrada pela frase acima, há pouca necessidade para uma lei antitruste por dois principais motivos. O primeiro motivo é que a mera ameaça de

<sup>66</sup> GREEN, D. The world's top 100 economies: 31 countries; 69 corporations. **The World Bank**, 20 set. 2016. Disponível em: <<https://blogs.worldbank.org/publicsphere/world-s-top-100-economies-31-countries-69-corporations>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>67</sup> “The entire structure of antitrust statutes in this country is a jumble of economic irrationality and ignorance.” GREENSPAN, A. **Antitrust**. In: Antitrust Seminar of the National Association of Business Economics, Cleveland, 1961.

competição manteria os preços baixos, o que evitaria prejuízos ao consumidor. Ou seja, se o monopolista ou oligopolista mantivesse os preços acima do nível competitivo e em decorrência disso começasse a obter lucros anormais, outros competidores entrariam no mercado e o preço baixaria. Para evitar a entrada de novos concorrentes, o monopolista então manteria os preços baixos, mesmo se não houver concorrência efetiva.

Esse argumento deriva da teoria dos mercados disputáveis, desenvolvida por Baumol (1982). Segundo Baumol, a maneira como um mercado se comporta não é tanto uma função do número de firmas, mas sim determinada pela possibilidade de disputa em torno de eventuais lucros anormais observados. Em outras palavras, mesmo que um mercado tenha poucas firmas efetivamente, ele pode se comportar como um mercado perfeitamente competitivo se tiver muitos competidores potenciais.

O próprio Baumol, no entanto, faz ressalvas à aplicabilidade de sua teoria. Segundo o mesmo, os mercados só seriam perfeitamente disputáveis na ausência de barreiras à entrada e barreiras à saída.

Segundo Bain (1956), barreiras à entrada são “vantagens de vendedores estabelecidos de uma indústria sobre potenciais vendedores entrantes, que são refletidas na extensão na qual os vendedores estabelecidos podem persistentemente aumentar seus preços acima do nível competitivo sem atrair novas firmas a entrar na indústria.”<sup>68</sup> Exemplos de barreiras à entrada são patentes, acordos de fornecimento e distribuição, entre outros.

Já barreiras à saída são obstáculos que impedem uma firma de sair de um mercado. Como exemplo podemos citar ativos de caráter específico, que seriam difíceis de serem revendidos, e custos fixos associados à saída, como indenizações a trabalhadores e multas em função de cancelamento de contratos.

Mesmo Baumol reconhecia que mercados perfeitamente disputáveis seriam a exceção, ao invés da regra. Nas palavras do autor: “é necessário deixar claro que mercados perfeitamente disputáveis não povoam o mundo da realidade mais do que mercados perfeitamente competitivos.”<sup>69</sup>

A diferença entre mercados com grandes barreiras à entrada e mercados nos quais a entrada é praticamente livre pode ser melhor ilustrada se pensarmos em alguns exemplos do mundo real.

Entre 2013 e 2014 abriram no Brasil uma série de “paleterias mexicanas”, que vendiam picolés um pouco mais robustos e menos industrializados. Em pouco tempo haviam paleterias espalhadas por todo o país, que chegavam a cobrar 12 reais por

<sup>68</sup> “An advantage of established sellers in an industry over potential entrant sellers, which is reflected in the extent to which established sellers can persistently raise their prices above competitive levels without attracting new firms to enter the industry.” In: BAIN, J. **Barriers to New Competition**. Cambridge: Harvard University Press, 1956.

<sup>69</sup> “It must be made clear that perfectly contestable markets do not populate the world of reality any more than perfectly competitive markets do.” In: BAUMOL, W. **Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure**. *The American Economic Review*, Nashville, vol. 72, n. 1, p. 1-15, 1982.

picolé<sup>70</sup>. Entretanto, já em 2015 estimava-se que 6 de cada 10 lojas de paletas haviam fechado<sup>71</sup>.

O que o caso das paletas ilustra é que, num mercado sem barreiras à entrada significativas, é realmente inviável manter o preço acima do nível competitivo por muito tempo. Tudo que é necessário para fabricar uma paleta é de suco de frutas, um freezer e um palito. Os lucros anormais que as primeiras paletterias experimentaram, vendendo seus produtos por um valor que era um múltiplo do preço dos picolés das grandes marcas, logo foram normalizados pela entrada de diversos concorrentes no mercado.

No entanto, o mesmo não se aplica para mercados com grandes barreiras à entrada. Novamente utilizando o exemplo da indústria de aviões, são necessários investimentos de tal magnitude, e as empresas incumbentes contam com um conhecimento tecnológico tão grande, que mesmo se as companhias estabelecidas estivessem observando lucros anormais é improvável que outras empresas tentassem competir. Dado que há incerteza e que o investimento pode não ser recuperado, dificilmente alguém arriscaria seu capital em um empreendimento tão ambicioso.

Geroski (1995) fez uma revisão dos trabalhos empíricos sobre entradas em mercados. Algumas de suas conclusões são que a lucratividade parece impactar menos a entrada de novas firmas do que a teoria supõe, as barreiras à entrada são em geral consideráveis, e as empresas incumbentes são capazes de manter os preços acima do custo no longo prazo na maioria das vezes sem atrair competição efetiva.

Já Decker et al (2014) citam dados que demonstram que a taxa de novas empresas na economia norte-americana caiu de 12 por cento ao ano no final da década de 1980 para 8 por cento no pós-crise de 2008, a despeito do crescimento nos lucros que vem sendo verificado. Como Baumol já alertava, os mercados perfeitamente disputáveis não são tão comuns.

O segundo motivo que diminuiria a importância da legislação antitruste é que a possibilidade de cartelização dos mercados também seria remota. Isso ocorreria porque, não só há a ameaça de entrada por concorrentes, como também seria difícil a coordenação e execução de um cartel. Haveria um incentivo para que os membros do cartel traíssem o esquema e compensassem a diminuição nos preços com aumentos do volume de vendas.

Esse argumento deriva da teoria dos jogos e, mais especificamente, do dilema do prisioneiro. No dilema do prisioneiro, o resultado ótimo para os dois presos é que eles não colaborem com a polícia. Dessa forma, ambos cumprem uma pena menor, pois a

<sup>70</sup> GONÇALVES, E. Paletterias não sobrevivem nem mesmo a um inverno quente. **Veja**, 9 ago. 2015. Disponível em <<https://veja.abril.com.br/economia/paletterias-nao-sobrevivem-nem-mesmo-a-um-inverno-quente/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>71</sup> CARNEIRO, A. Seis de cada dez franquias de paletas mexicanas fecharam, diz consultoria. **UOL**, 16 ago. 2016. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/empreendedorismo/noticias/redacao/2016/08/16/fim-da-febre-muda-modelo-de-negocio-de-paletas.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

polícia não tem provas suficientes para mantê-los presos por mais tempo. Se um colaborar e o outro não, o colaborador fica livre, enquanto o outro fica preso por mais tempo. Se ambos colaborarem, os dois ficam presos por mais tempo.

Como um prisioneiro não sabe se o outro irá colaborar ou não, ele tenderá a repassar informações para a polícia, na esperança de sair livre. Entretanto, como ambos raciocinarão da mesma forma, os dois irão colaborar e, com isso, chegarão a um resultado pior para ambos.

Assim sendo, o mesmo ocorreria com tentativas de cartelização. Como há um incentivo para que os produtores burlam o esquema de fixação de preços e vendam mais barato a fim de aumentar suas vendas, esquemas desse tipo seriam difíceis de se sustentar.

No entanto, se o dilema do prisioneiro deixa de ser jogado somente uma vez e passa a ser jogado indefinidamente, como ocorre em interações no mercado, a cooperação passa a ser mais comum<sup>72</sup>. Outro aspecto que difere a competição no mercado do clássico exemplo do dilema do prisioneiro é que as empresas são capazes de observar as ações de seus competidores. Isso reforça a hipótese de que as empresas colaborariam e fixariam preços num cenário de poucos concorrentes em um mercado.

Evidências empíricas também indicam que a cartelização é mais comum do que se esperaria assumindo-se que a coordenação é dificilmente conseguida. Entre 1996 e 2010, o Departamento de Justiça norte-americano condenou 128 corporações por fixação de preços<sup>73</sup>. É bom reforçar que esses casos, porém, foram somente os que foram detectados e implicaram em condenação. É provável que haja muitos outros casos que acabem não chamando a atenção das autoridades.

Deve-se observar também que mesmo na ausência de um acordo explícito de cooperação entre as empresas, pode ocorrer o que é chamado de colusão tácita. Mesmo sem explicitamente combinar preços, os competidores no mercado chegam nos mesmos resultados de um cartel organizado.

Um processo de colusão tácita bastante conhecido é a liderança de preços. A liderança de preços ocorre quando um participante do mercado, usualmente o que detém a maior parcela do mesmo, determina uma política de preços e as demais empresas o seguem.

Como Grullon, Larkin e Michaely (2018) demonstram, o aumento nos lucros das empresas que vem sendo verificado é devido a um maior poder de mercado por parte das firmas, e não devido a ganhos de eficiência. O aumento nos lucros que Barkai (2016) também verificou está em linha com a hipótese de maior poder de mercado, da mesma

<sup>72</sup> DAL BÓ, P. Cooperation under the Shadow of the Future: Experimental Evidence from Infinitely Repeated Games. *The American Economic Review*, Nashville, vol. 95, n. 5, p. 1591-1604, 2005.

<sup>73</sup> HEARN, D; TEPPER, J. *The myth of capitalism: monopolies and the death of competition*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018. p. 23.

forma. De Loecker e Eeckhout (2017), por sua vez, apontam um crescimento nos *markups* de cerca de 20% na década de 1980 para 67% em 2014 entre as companhias de capital aberto estadunidenses. Diez, Leigh e Tambunlertchai (2018) estenderam o trabalho de De Loecker e Eeckhout e verificaram que o aumento nos *markups* que ocorre desde a década de 1980 verifica-se no conjunto das economias desenvolvidas. Esse aumento acelerou-se à partir da metade dos anos 2000. Dessa maneira, a hipótese de que a mera ameaça de competição e a dificuldade na coordenação de um cartel manteriam os preços baixos não parece se sustentar.

A outra consequência do poder de mercado das firmas que implica em preços inflados para os consumidores é o descolamento entre salários e produtividade que vem ocorrendo nas últimas décadas. Uma hipótese para esse descolamento seria o caráter monopsonista que algumas firmas obtêm com relação à força de trabalho. Azar, Marinescu e Steinbaum (2017) acharam uma forte correlação entre a concentração no mercado de trabalho e salários baixos, usando dados do maior site de busca de empregos norte-americano segregados por zona geográfica.

Assim como a concentração econômica gera danos ao consumidor na forma de preços maiores do que um mercado competitivo proporcionaria, ela gera danos ao trabalhador na forma de salários menores do que os obtidos em um mercado de trabalho competitivo. Assim como a política de preços das firmas pode ser cartelizada de maneira explícita e de maneira tácita, o mesmo ocorre com os salários.

O caso de colusão para não contratar funcionários entre firmas do Vale do Silício, que foi revelado alguns anos atrás, é um exemplo ilustrativo. Em um dos e-mails que vieram a público, o próprio Steve Jobs alertou para um dos fundadores do Google que a contratação de funcionários da Apple implicaria no início de uma “guerra”.<sup>74</sup>

Para que os aumentos na produtividade resultem em ganhos para o trabalhador, é importante que o trabalhador tenha a liberdade de buscar oportunidades melhores em outras empresas. Dessa forma, se o funcionário sente que não está sendo recompensado justamente por seu esforço, ele pode procurar uma empresa que pague melhor. Se não houverem outras empresas requerendo trabalhadores com suas qualificações, para quem o trabalhador irá recorrer?

Analogamente ao que ocorre com o problema da captura de agentes reguladores, o problema do monopsonio no mercado de trabalho cresce conforme a especificidade do trabalho cresce.

Para trabalhos pouco qualificados, isso não parece ser um problema relevante. Não é difícil para um lavador de pratos ou, para usar o exemplo anterior, um cabeleireiro achar alguém disposto a contratar seus serviços. No entanto, para alguém com qualificações mais específicas, como um engenheiro aeroespacial ou nuclear, as opções

---

<sup>74</sup> STREITFELD, D. Engineers Allege Hiring Collusion in Silicon Valley. **New York Times**, Nova York, 28 fev. 2014. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2014/03/01/technology/engineers-allege-hiring-collusion-in-silicon-valley.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

são muito mais restritas. Se o seu empregador atual é sua única opção, ou se há apenas um ou dois outros competidores no mercado de trabalho, seu poder de barganha é bastante limitado.

O temor de que as grandes corporações agissem como monopsonistas no mercado de trabalho também está na origem da legislação antitruste original. Nas palavras do Senador John Sherman, criador da primeira lei antitruste estadunidense, os monopólios “controlam o preço do trabalho sem medo de greves, uma vez que não permitem competidores em seu campo.”<sup>75</sup>

Por fim, no exemplo de manual de monopólio, o monopolista aumenta os preços e restringe a oferta de seu produto, a fim de obter lucros anormais. Já observamos que o aumento na parcela do lucro como proporção da renda norte-americana, decorrente de um maior poder de mercado segundo Grullon, Larkin e Michaely (2018), é consistente com a hipótese de oligopolização e colusão da economia. Resta verificar o que vem ocorrendo com a oferta.

Dottling, Gutiérrez e Philippon (2017) analisaram o investimento nos Estados Unidos e concluíram que o mesmo vem sendo mais fraco do que o previsto pelos fundamentos da economia desde os anos 2000. Essa diminuição no investimento foi mais forte nas indústrias que experimentaram uma maior concentração e diminuição na competição desde então. Ou seja, a hipótese de restrição da oferta que ocorre na presença de um monopólio, ou de um oligopólio cartelizado, é reforçada por estudos empíricos.

O argumento de Summers acerca de uma suposta estagnação secular na economia americana, e o estudo da McKinsey de 2017 que verificou uma tendência decrescente no investimento reforçam a hipótese de restrições à oferta na economia estadunidense.

Sendo o investimento uma das variáveis chave no crescimento econômico, como a maioria dos modelos de crescimento supõe, a consequência desse subinvestimento é que a economia está crescendo menos do que estaria em um ambiente mais competitivo.

Vale notar, porém, que os itens supracitados nessa seção já seriam considerados pela análise de antitruste atual. O que os neo-brandeisianos apontam é que dado as evidências empíricas que indicam problemas nesses aspectos (maior poder de mercado das firmas, descolamento entre salários e produtividade, nível de investimento baixo frente aos fundamentos da economia), há a possibilidade que o antitruste não tenha lidado de maneira efetiva contra essas questões. Como visto na seção anterior, o tamanho exagerado de algumas firmas suscita preocupações de ordem política. Os neo-

---

<sup>75</sup> “Commands the price of labor without fear of strikes, for in its field it allows no competitors.” In: PORTER, E. How Waning Competition Deepens Labor’s Plight. **New York Times**, Nova York, 1 nov. 2016. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2016/11/02/business/economy/how-waning-competition-deepens-labors-plight.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.



brandeisianos parecem crer que, além da possibilidade de os procedimentos atuais não serem tão efetivos quanto se esperaria em evitar os malefícios da oligopolização, pode ter havido influência política junto às autoridades por parte das firmas, visando evitar ações de antitruste.

### 2.3 Economias de escala, eficiência e inovação

Como Zingales aponta, um dos argumentos mais comuns para justificar fusões e aquisições é o das economias de escala. No entanto, segundo o mesmo, economias de escala não são nenhuma panaceia. Se economias de escala fossem tudo que uma economia precisa, de acordo com o autor, a União Soviética teria sido o país mais bem-sucedido em termos econômicos do mundo com folga.

Economias de escala são vantagens que os produtores obtêm em termos de diminuição do custo médio unitário conforme a produção cresce<sup>76</sup>. Custos fixos relacionados a maquinário como depreciação e manutenção são um exemplo. Esses são custos que o produtor tem que incorrer de qualquer maneira, entretanto conforme a produção cresce eles são diluídos no custo por unidade.

Como ilustração, digamos que um produtor tem um custo de depreciação e de manutenção de seus ativos fixos que totalizam 100 reais por mês. Se sua produção for de 100 unidades por mês, ele terá que repassar 1 real de seu custo fixo para cada unidade vendida. Se sua produção aumentar para 1000, ele poderá repassar somente 10 centavos no preço de sua mercadoria para dar conta de seus custos fixos. Em um ambiente competitivo, espera-se que essas economias beneficiem o consumidor na forma de preços menores.

Entretanto, mesmo se as economias de escala decorrentes de uma fusão ou aquisição forem bastante relevantes, devemos fazer a ressalva que para que esses ganhos sejam revertidos ao consumidor é necessário que o mercado tenha competição. Como vimos no subcapítulo anterior, esse não parece ser o caso em parte das indústrias. Além disso, conforme uma empresa cresce, também surgem deseconomias de escala. Essas deseconomias surgem, principalmente, da dificuldade de comunicação e coordenação que emergem com o crescimento da firma<sup>77</sup>.

Zingales chama as corporações de “ilhas socialistas num oceano capitalista”. Quanto menores as ilhas em proporção ao oceano que estão inseridas, mais o sistema como um todo é competitivo e capitalista. Quanto maiores as ilhas ficam, mais o sistema

<sup>76</sup> “ (...) são reduções nos custos médios derivadas da expansão da quantidade produzida, dados os preços dos insumos.” In: CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 29.

<sup>77</sup> “ (...) a níveis de produção elevados, os benefícios da especialização já foram obtidos e os problemas de coordenação se tornam mais graves à medida que a empresa cresce.” In: MANKIW, G. **Introdução à Economia**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005. p. 283.



passa a se assemelhar a uma economia planificada do tipo soviético<sup>78</sup>. Se todos os produtos que consumimos fossem produzidas por uma só grande corporação, qual seria a diferença prática entre uma economia planificada soviética e essa hipotética economia de mercado mega concentrada?

A tomada de decisão dentro de uma entidade privada também envolve uma série de fricções e pressões políticas. O elemento que gera resultados eficientes é a competição e o sistema de preços. Quanto menos sujeita a competição uma empresa é, menos eficiente ela tenderá a se tornar. Os conglomerados, por exemplo, tendem a se comportar de maneira diferente de firmas menos diversificadas dentro de um mesmo mercado.

Lamont (1997) cita a Mobil Oil, que era um grande conglomerado antes de sua fusão com a Exxon, e que tomou decisões de investimento nos anos 1980 que iam contra o que se esperaria no mercado. O setor petroquímico da Mobil, por exemplo, sofreu cortes de investimento quando os preços do petróleo caíram, o que não seria esperado dado que o petróleo é um insumo da indústria petroquímica. Ou seja, em um momento no qual o custo da indústria caiu, a oferta foi retraída ao invés de expandida.

O desconto de conglomerado é um fenômeno conhecido no mercado financeiro e ocorre quando uma empresa diversificada tem um valor de mercado menor do que o valor de suas partes separadamente teriam. Segundo Rajan, Servaes e Zingales (2000), esse desconto cresce conforme o comportamento dos conglomerados difere daquele de outros participantes do mercado. Em outras palavras, ser grande nem sempre é sinônimo de ser eficiente.

Além do argumento das economias de escala ignorar o poder de mercado que a firma adquire com a concentração e as eventuais ineficiências que surgem conforme uma empresa cresce, há um outro ponto que costuma ser ignorado nas discussões sobre fusões e aquisições.

Mesmo que se suponha que as economias de escala vão resultar em ganhos para o consumidor e que a concentração econômica não gerará outras ineficiências, é provável que a inovação no setor diminua conforme cresce a oligopolização.

Aghion et al (2005) propõem que a relação entre competição e inovação é um U invertido. Ou seja, quando a competição passa a diminuir depois de um certo ponto, a inovação também diminui. Nickell (1996) acha uma correlação positiva entre competição e aumento da produtividade, sugerindo que as inovações crescem conforme a competição cresce. Acs e Audretsch (1988) também acharam uma forte correlação negativa entre concentração de mercados e inovação.

Arrow (1962) foi outro autor que argumentou que uma firma monopolista tem menores incentivos para inovar. Há alguns estudos de caso que apontam nessa direção

---

<sup>78</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people**: recapturing the lost genius of American prosperity. Nova York: Basic Books, 2012. p. 43.

também. Holmes e Schmitz (2001), por exemplo, apontam que o início da concorrência por parte de ferrovias no setor de transportes estadunidense levou a adoção de tecnologias mais eficientes por parte das empresas nos ramos de transporte marítimo e fluvial.

Se deixarmos de analisar a economia sob uma perspectiva estática e passarmos a pensar nela de um ponto de vista dinâmico, portanto, mesmo que o consumidor ganhe no curto prazo com economias de escala, ele pode perder no prazo mais longo na forma de inovações que não ocorreram por uma falta de competição.

Há ainda a possibilidade de que, mesmo que firmas grandes inovem, elas não utilizem suas inovações adequadamente. Um caso ilustrativo é o da Xerox, que inventou muitas das funcionalidades utilizadas nos computadores modernos nos anos 1970, quando era uma das maiores empresas do mundo, mas pouco fez com essas inovações. Felizmente, a Apple, que era uma empresa pequena na época, conseguiu ter acesso a essas tecnologias e beneficiar os consumidores com elas<sup>79</sup>.

Há outros exemplos semelhantes de má utilização de inovações por parte de grandes empresas. A Kodak criou a primeira câmera digital do mundo, mas não soube se utilizar da nova tecnologia e acabou sendo varrida do mercado ao longo do tempo<sup>80</sup>.

Esses são casos conhecidos porque as tecnologias acabaram sendo descobertas e aproveitadas, provando-se extremamente úteis. No entanto, é provável que muitas inovações acabem nem sendo criadas porque simplesmente não há incentivos para que o sejam.

A destruição criativa, que Schumpeter ajudou a popularizar como um dos elementos fundamentais do capitalismo, implica em destruir algo, afinal. Ou seja, em meio às inovações que orientam o crescimento econômico, há algo que é deixado pelo caminho. A invenção do automóvel certamente foi um grande avanço para a humanidade, mas o maior fabricante de carruagens da época não se beneficiou muito disso.

Quem mais costuma perder com tecnologias inovadoras são as firmas incumbentes das indústrias que são deixadas para trás pelas novas invenções. E quanto maior a parcela de uma dada firma em uma indústria, mais ela tem a perder. Logo, quanto maior a concentração em um mercado, mais resistentes a mudanças as firmas desse mercado tenderão a ser.

Uma analogia válida é que as empresas se desenvolvem de uma maneira parecida com seres vivos. Há uma fase inicial de crescimento exponencial e em seguida para-se de crescer. A energia que era gasta para crescer passa a ser despendida com a

---

<sup>79</sup> The story of Steve Jobs, Xerox and who really invented the personal computer. **Newsweek**, Nova York, 19 mar. 2016. Disponível em: <<https://www.newsweek.com/silicon-valley-apple-steve-jobs-xerox-437972>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>80</sup> Kodak: como a era digital se voltou contra um de seus criadores. **Terra**, 21 jan. 2012. Disponível em: <<https://www.terra.com.br/noticias/tecnologia/negocios-e-ti/kodak-como-a-era-digital-se-voltou-contra-um-de-seus-criadores,19382feb711ea310VgnCLD200000bbccceb0aRCRD.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

substituição de células velhas por células novas. Da mesma forma, enquanto as empresas costumam ter ganhos de produtividade consideráveis em seus primeiros anos<sup>81</sup>, conforme elas crescem e se tornam dominantes elas se tornam menos inovativas<sup>82</sup>. Passa a ser mais importante cuidar de seu mercado cativo do que conquistar novos mercados.

Claro, há a diferença fundamental que os seres vivos não podem simplesmente comprar células novas ou fundir-se com indivíduos mais novos para manter-se crescendo. Isso é basicamente o que as cinco grandes empresas de tecnologia estadunidenses (Amazon, Apple, Facebook, Google e Microsoft) têm feito nos últimos anos. Em dez anos, essas empresas adquiriram mais de 500 outras companhias<sup>83</sup>.

Se você perguntasse para um consumidor nos anos 1970 se ele aprovaria uma fusão de uma indústria de telefones que lhe pouparia algum dinheiro na forma de economias de escala, ele certamente diria que sim. O mesmo vale para um consumidor de canetas-tinteiro do início do século XX, ou para um consumidor de carruagens do final do século XIX.

Entretanto, se fosse dito para esses consumidores que a sua escolha dificultaria a criação de tecnologias muito mais eficientes, como o telefone celular, a caneta esferográfica e o automóvel, os mesmos mudariam de ideia. Muito embora esse conflito não seja tão intuitivo a princípio, a experiência empírica nos evidencia que ele ocorre.

Se adotarmos uma perspectiva schumpeteriana sobre a economia, e assumirmos que as inovações e a destruição criativa são os elementos fundamentais que levam ao crescimento econômico, pode-se afirmar que ao menos em alguns casos abrir mão de economias de escala em troca de inovação vale a pena.

## 2.4 Risco moral, ilusão de escolha e aprisionamento tecnológico

Como Zingales escreveu ainda na esteira da crise de 2008, um exemplo recorrente que o mesmo usa é o pacote de ajuda que o governo norte-americano lançou para salvar

---

<sup>81</sup> HUERGO, E.; JAUMANDREU, J. Firm's age, process innovation and productivity growth. **International Journal of Industrial Organization**, Amsterdã, vol. 22, n. 4, p. 541-559, 2004.

<sup>82</sup> BALASUBRAMANIAN, N.; LEE, J. Firm age and innovation. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, vol. 17, n. 5, p. 1019-1047, 2008.

<sup>83</sup> NUTTING, R. America's most successful companies are killing the economy. **Market Watch**, 17 jun. 2017. Disponível em: <<https://www.marketwatch.com/story/americas-most-successful-companies-are-killing-the-economy-2017-05-24>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

uma série de instituições financeiras que estavam com dificuldades<sup>84</sup>. Além desse exemplo ilustrar um caso de socialização das perdas, uma vez que o governo utilizou o dinheiro do conjunto da sociedade para cobrir os prejuízos privados dessas instituições, o autor alerta para o incentivo ruim que uma iniciativa dessas pode desencadear.

Essencialmente, o que preocupa Zingales é o risco moral que grandes pacotes de ajuda como o supracitado podem gerar. Risco moral é uma situação na qual um agente pode mudar seu comportamento de uma maneira que possa causar prejuízos a outro agente depois que uma transação ocorre, usualmente uma transação que envolva algum tipo de seguro<sup>85</sup>. Risco moral também pode ser definido simplesmente como a falta de incentivos para se tomar cuidados<sup>86</sup>.

Um exemplo usual é o de uma pessoa que faz um seguro para sua casa e passa a agir de maneira mais descuidada depois que o contrato é assinado. Como as perdas que a pessoa com a casa segurada enfrentará caso a casa se incendeie, por exemplo, são menores do que se a casa não estivesse segurada, o incentivo em ser cuidadoso é diminuído. Assim sendo, provavelmente alguém que tem um seguro de casa terá uma menor propensão a instalar um sistema de alarme de incêndio, por exemplo<sup>87</sup>.

Dessa forma, se os bancos perceberem que sempre que estiverem em dificuldades o governo os resgatará, perde-se o incentivo para que as análises de crédito sejam criteriosas. Não há porque ser cuidadoso se os ganhos não são limitados porém as perdas o são.

Para demonstrar seu ponto, Zingales dá o exemplo de um jogo de roleta. Como os prêmios são inversamente proporcionais à chance de ganhar, se alguém estiver jogando com seu próprio dinheiro, tanto faz a aposta feita. O *payoff* será o mesmo. Ou seja, o fato de uma aposta mais conservadora ou mais arriscada ser feita será meramente uma função da aversão ao risco desse indivíduo.

Entretanto, se essa pessoa está nesse mesmo jogo de roleta jogando com o dinheiro de outro e recebendo uma comissão em cima de eventuais prêmios, há um incentivo para que ela jogue de maneira mais arriscada. Se ela ganha mais se o prêmio for maior e não perde nada caso perca o dinheiro, por que ela deveria ser conservadora?

---

<sup>84</sup> Segundo estimativas, o governo norte-americano despendeu cerca de 416 bilhões de dólares com o TARP (Troubled Asset Relief Program).

<sup>85</sup> “Quando uma pessoa ou empresa encontra-se plenamente segurada (...) a parte segurada pode agir de um modo que aumente a probabilidade de um acidente ou dano ocorrer. (...) A possibilidade de que o comportamento individual possa ser alterado após a contratação do seguro é um exemplo de um problema conhecido como risco moral.” In: PYNDICK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. São Paulo: Pearson, 2010. p. 559.

<sup>86</sup> CONNELLY, L.; ROWELL, D. A History of the Term “Moral Hazard”. **The Journal of Risk and Insurance**, Hoboken, vol. 79, n. 4, p. 1051-1075, 2012.

<sup>87</sup> “Entretanto, após a aquisição da apólice de seguro, os proprietários do armazém não terão estímulo para manter em vigor o programa de prevenção contra incêndios” In: PYNDICK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. São Paulo: Pearson, 2010. p. 560.

De certa maneira, podemos interpretar parte dos determinantes da crise de 2008 seguindo essa mesma lógica. Uma série de apostas arriscadas foram feitas e enquanto a “sorte” esteve a favor dos bancos, os mesmos distribuíram generosos dividendos e bônus para seus altos-executivos. Quando o azar veio, o governo gastou bilhões de dólares para evitar o derretimento dos mercados que se supunha que ocorreria na ausência do pacote de ajuda.

Some a isso o fato de que, com a exceção de um executivo do Credit Suisse, não houve nenhum banqueiro que respondeu criminalmente pela crise nos Estados Unidos<sup>88</sup>, e acaba-se minando a fé nas instituições e gerando-se agitações políticas como as que se verificaram no pós-2008. Nesses momentos, o que Zingales chama de populismo ruim pode ganhar adeptos.

Há outro componente problemático na situação de um mercado excessivamente concentrado: muitas vezes os consumidores simplesmente não têm escolha.

Em um caso com grande repercussão que ocorreu em 2017, um médico de origem vietnamita chamado David Dao foi literalmente arrastado para fora de um voo da United Airlines em função de excesso de passageiros. A agressividade da ação fez com que Dao acabasse sangrando. Tudo foi filmado por outros passageiros e rapidamente foi visto por milhões de pessoas na internet.

Se o mercado de empresas aéreas fosse competitivo, seria esperado que um episódio como esse fizesse com que as ações da United caíssem significativamente. Não foi o que aconteceu. Embora as ações tenham tido uma queda momentânea, elas rapidamente se recuperaram e voltaram a subir.

Como os analistas financeiros reforçaram na época, o incidente deveria ter (e teve) pouco impacto no valor das ações porque as pessoas não tinham muito o que fazer. Elas teriam que voar pela United de qualquer forma.<sup>89</sup>

As recentes polêmicas envolvendo o uso de dados dos usuários por parte do Facebook também demonstraram esse problema. A despeito de toda a repercussão negativa, o negócio do Facebook não pareceu ser afetado significativamente. Afinal, os consumidores tinham pouca alternativa.

Se os consumidores migrassem para outros aplicativos como o Instagram e WhatsApp, eles continuariam sob a influência do Facebook, uma vez que todas essas empresas são do mesmo grupo. Se migrassem para outros concorrentes menores, o que é improvável devido a característica de externalidades de rede que vimos anteriormente, e esses concorrentes comesçassem a crescer, haveria uma probabilidade que o Facebook

<sup>88</sup> EISINGER, J. Why Only One Top Banker Went to Jail for the Financial Crisis. **New York Times**, Nova York, 30 abr. 2014. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2014/05/04/magazine/only-one-top-banker-jail-financial-crisis.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>89</sup> TEPPER, J. Competition Is Dying, and Taking Capitalism With It. **Bloomberg**, 25 nov. 2018. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-11-25/the-myth-of-capitalism-exposed>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

compraria essas outras empresas ou emularia as suas características de sucesso, visando detê-las.

A aquisição foi o que ocorreu no caso do Instagram, que foi adquirido pelo Facebook em 2012 por 1 bilhão de dólares<sup>90</sup>. Quando essa estratégia falha, como ocorreu com o Snapchat, a emulação entra em cena. O Snapchat, que é um aplicativo de compartilhamento instantâneo de fotos que permite ao usuário utilizar filtros em suas fotos, teve suas funcionalidades copiadas e replicadas em todos os carros-chefes do Facebook<sup>91</sup>.

A situação na qual os consumidores têm pouco poder de barganha perante as firmas é bastante evidente nos casos supracitados da United Airlines e do Facebook. Entretanto, em outras ocasiões essa circunstância está oculta. É o que alguns chamam de “ilusão da escolha”, quando múltiplos produtos são oferecidos, mas no final todos esses produtos são ofertados por um único fornecedor.

Um caso no qual essa ilusão de escolha ocorre é no mercado de cervejas norte-americano. A Anheuser-Busch Inbev controla 42% desse mercado, porém essa participação está fatiada em mais de 50 marcas diferentes. Situações semelhantes ocorrem em outros mercados de bens de consumo<sup>92</sup>.

Se, como apontado por Wu (2018b)<sup>93</sup>, adotarmos a forte premissa de que a estrutura existente é a estrutura eficiente, não parece haver nenhum problema com relação a externalidades de rede e a forte concentração dela decorrente. No entanto, se abrirmos espaço para fenômenos conhecidos na literatura econômica, como o aprisionamento tecnológico e as vantagens do primeiro a se mover, passa-se a ser necessária mais cautela com relação a esse fenômeno.

A ideia central no conceito de aprisionamento é que certas tecnologias ou sistemas tecnológicos são difíceis ou custosos de se abandonar. Em função disso, essas tecnologias tendem a persistir mesmo quando confrontadas com outras tecnologias consideradas superiores.

Após a massa crítica ser atingida e o *feedback* positivo ocorrer, pode ser que os consumidores fiquem “presos” nessa determinada tecnologia ou produto. Todavia, não

---

<sup>90</sup> RUSLI, E. Facebook Buys Instagram for \$1 Billion. **New York Times**, 9 abr. 2012. Disponível em: <<https://dealbook.nytimes.com/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>91</sup> PADRÃO, M. A estratégia que fez o Facebook colocar o Snapchat no bolso. **UOL**, 28 jul. 2017. Disponível em <<https://noticias.uol.com.br/tecnologia/noticias/redacao/2017/07/28/atacado-por-clone-do-facebook-snapchat-aposta-em-inovacao-para-sobreviver.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>92</sup> Em <<https://concentrationcrisis.openmarketsinstitute.org/>> você pode ver o nível de consolidação em diversas indústrias estadunidenses, além das principais marcas controladas pelas maiores empresas de cada segmento.

<sup>93</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 85.



há nada que garanta que esse processo seja eficiente do ponto de vista econômico ou mesmo tecnológico<sup>94</sup>.

Um caso conhecido de aprisionamento tecnológico é o do padrão de teclados QWERTY. Como explicado por David em seu artigo de 1985<sup>95</sup>, o QWERTY, que deve seu nome às seis letras iniciais de sua primeira fileira de caracteres e é o padrão de teclado dominante na maior parte do mundo, é consideravelmente menos eficiente que pelo menos um outro padrão de teclado conhecido, o Dvorak.

Segundo David, experimentos da marinha americana na década de 1940 demonstraram que o custo de retrainar seus datilografadores no padrão Dvorak era amortizado pelos ganhos de eficiência decorrentes da adoção do mesmo em apenas dez dias.

Analogamente ao que ocorreu com os teclados, é provável que as fortes externalidades de rede presentes em alguns mercados gerem fenômenos de aprisionamento tecnológico também. Mesmo se uma rede social criada for mais “eficiente” que o Facebook, será difícil para a mesma atingir a massa crítica que a permitirá tornar-se dominante. É natural que as pessoas se concentrem na rede social com maior número de usuários. Isso sem contar a possibilidade de que a firma incumbente adquira ou imite suas concorrentes menores, como vimos anteriormente.

## 2.5 Considerações finais

Os autores que advogam um endurecimento no antitruste, ou neo-brandeisianos, citam uma série de fenômenos para embasar seu entendimento. Um de seus argumentos usuais é o poder político que firmas grandes tendem a obter, algo que é largamente ignorado pela teoria econômica convencional. Como demonstrado por Olson (1965), mercados concentrados tendem a ser mais propensos a se organizar e buscar estender seus interesses do que mercados menos concentrados.

Há outros argumentos que os neo-brandeisianos utilizam para justificar o entendimento de que o antitruste vem sendo excessivamente leniente. O poder de mercado crescente por parte das firmas, o desequilíbrio entre ganhos de produtividade e salários, e uma queda generalizada no nível de investimento são alguns dos fatores que são citados nesse sentido.

---

<sup>94</sup> FARREL, J.; KLEMPERER, P. Coordination and Lock-In: Competition with Switching Costs and Network Effects. In: ARMSTRONG, M.; PORTER, R. **Handbook of Industrial Organization**. Volume 3. Amsterdã: Elsevier, 2007. p. 1967-2072.

<sup>95</sup> DAVID, P. Clio and the economics of QWERTY. **American Economic Review**, Nashville, vol. 75, n.2, p. 332-337, 1985.



A possibilidade de que grandes concentrações impliquem em deseconomias de escala e em perdas na inovação também é levantada. Por fim, o risco moral decorrente da garantia implícita que o governo garante a firmas *too big to fail*, a restrição da liberdade dos consumidores nos termos de ilusão de escolha e a possibilidade de aprisionamento tecnológico em certos produtos e tecnologias é um argumento adicional.

No próximo capítulo, veremos como se dá a prática do antitruste no Brasil, algumas críticas feitas aos neo-brandeisianos e de que maneira parte de suas críticas poderiam ser endereçadas.

### **3 O antitruste dentro de uma perspectiva atual**

#### **3.1 O paradigma do bem-estar do consumidor na prática: o guia de análise para atos de concentração horizontal do CADE**

Já se mencionou anteriormente que a base teórica do antitruste atual está fundada no paradigma da maximização do bem-estar do consumidor, derivado de acadêmicos da Escola de Chicago. A influência desse paradigma no caso brasileiro já fica evidente no próprio texto da lei de concorrência brasileira, que afirma em seu artigo 88, parágrafo 6, que mesmo atos de concentração que resultem na dominação de mercado relevante ou de diminuição substancial da concorrência nesse mesmo mercado podem ser autorizados se for julgado que o ato vá gerar benefícios também aos consumidores<sup>96</sup>.

Na presente seção será repassada a chamada análise clássica presente no Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE<sup>97</sup>. O guia é um instrumento de *soft law*, ou seja, não possui caráter de obrigatoriedade. O documento visa estabelecer princípios gerais que são utilizados quando da eventualidade de uma fusão ou aquisição envolvendo firmas que competem em um mesmo mercado. Dessa forma, cria-se uma maior previsibilidade para os agentes envolvidos, uma vez que as empresas já sabem quais serão os tipos de teste que as autoridades realizarão e quais informações são utilizadas. Esse tipo de instrumento é empregado não somente no Brasil, como também em outros países, como os EUA<sup>98</sup>.

No guia, a influência do paradigma do bem-estar do consumidor também está presente. Segundo o guia, o objetivo do CADE ao analisar atos de concentração é “verificar se os efeitos negativos (...) não superam seus efeitos positivos. Ou seja, se o resultado líquido for não-negativo para os consumidores, haverá condições de aprová-lo.”<sup>99</sup>

O objetivo da presente seção é apresentar de que maneira é praticado o antitruste no Brasil, tomando como base o guia supracitado.

Já foi dito que o objetivo último do CADE ao analisar atos de concentração horizontal é buscar maximizar o bem-estar do consumidor. Assim sendo, mesmo que fusões e aquisições impliquem eventualmente em diminuição da concorrência e maior poder de mercado por parte das firmas, essas podem ser consideradas regulares se for julgado que o ato também gerará eficiências que serão repassadas aos consumidores. No entanto, de que maneira é feita essa análise?

Como explicitado pelo guia, há diversas formas de se proceder com a análise quando ocorrem atos de concentração<sup>100</sup>. Na presente seção, porém, a chamada análise clássica será focada.

<sup>96</sup> BRASIL. Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 dez. 2011. Seção 1, p.1.

<sup>97</sup> CADE é a sigla para Conselho Administrativo de Defesa Econômica. O CADE é o principal órgão responsável pela defesa da concorrência no Brasil.

<sup>98</sup> FTC. **Horizontal Merger Guidelines**. Washington, 2010.

<sup>99</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 8.

<sup>100</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 9.

A análise clássica, como descrita pelo CADE, é caracterizada por uma série de etapas. Em cada uma das etapas, é analisado se o ato em particular está de acordo com certas exigências que presumidamente garantem a competição. Se a resposta for positiva, o ato de concentração é aprovado. Se a resposta for negativa, realiza-se a etapa seguinte.

Aqui serão abordadas as etapas na sequência apresentada pelo CADE, apesar de ser reconhecido que não há uma ordem preestabelecida e que se pode optar por não realizar algumas das mesmas<sup>101</sup>.

Definido o mercado relevante, realiza-se uma análise estrutural do mercado, mensurando-se o nível de concentração do mesmo. Se o ato de concentração for resultar em um mercado com um índice de Herfindahl-Hirschman<sup>102</sup> menor que 1500, ou gerar uma variação no índice menor que 100, presume-se que o ato não gerará consequências na competição do mercado. No entanto, abrem-se exceções a essa regra. Se a fusão ou aquisição sendo analisada envolver uma empresa *maverick*, envolver concorrentes potenciais ou possa desencadear uma sequência de aquisições em um mercado pulverizado, a análise pode proceder para a próxima etapa.

Empresas *mavericks*, segundo a definição do CADE, são:

“ (...) empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior *market share*. ”<sup>103</sup>

Já os concorrentes potenciais são definidos como empresas que deixaram um mercado mas poderiam retornar ou empresas que ainda não entraram nesse mercado mas poderiam ingressar. Para que sejam considerados concorrentes potenciais, essas possíveis entradas deveriam ocorrer sem que seja necessário se incorrer em custos irrecuperáveis significativos. É entendido que a presença de concorrentes potenciais pode disciplinar as empresas incumbentes, mesmo na ausência de concorrência efetiva.

Para efeitos de ilustração, podemos pensar na seguinte situação: o mercado de queijos em uma região é dominado pela empresa A. Uma empresa B passa a crescer em outro mercado, mas que guarda competências semelhantes ao mercado de queijos, digamos o mercado de manteiga ou o mercado de iogurtes. A empresa A então decide adquirir a empresa B. A princípio esse ato de concentração não levantaria suspeitas de causar efeitos anticompetitivos, uma vez que o mercado de queijos e o mercado de

<sup>101</sup> “Essas etapas não são obrigatórias e não necessitam seguir qualquer sequência.” In: CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 10.

<sup>102</sup> O índice de Herfindahl-Hirschman é calculado somando-se o quadrado da participação de mercado de todas as firmas em percentis. Ou seja, se uma empresa detém todo o mercado, o índice é de 10.000 ( $100 \times 100 = 10.000$ ). Se o mercado é quebrado em duas empresas com 50% de *market share* cada, o índice é igual a 5.000 ( $[50 \times 50] + [50 \times 50] = 5.000$ ).

<sup>103</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 51.

manteiga ou iogurte são mercados distintos. No entanto, a fabricação de iogurte ou manteiga guarda competências semelhantes à produção de queijos. Dessa forma, ao buscar adquirir a empresa B, a empresa A pode estar buscando eliminar um potencial concorrente.

Se a análise estrutural do mercado não levantar suspeitas de um potencial anticompetitivo e não houverem exceções como empresas *mavericks* e concorrentes potenciais, a fusão ou aquisição será aprovada. Se houverem preocupações de ordem estrutural no mercado ou exceções, a próxima etapa será realizada.

A próxima etapa descrita no guia do CADE consiste em estimar a possibilidade de entrada no mercado relevante. Para se analisar esse item, é verificado se existem barreiras à entrada no mercado. São citadas como barreiras à entrada a presença de custos irrecuperáveis, as exigências legais e regulatórias, as vantagens exclusivas das empresas (patentes, contratos de exclusividade com fornecedores, etc), as economias de escala e de escopo, o grau de integração da cadeia produtiva e a fidelidade dos consumidores às marcas<sup>104</sup>.

Além da presença de barreiras à entrada ser verificada, o histórico de entradas no mercado também é examinado. O CADE pode analisar a existência e efetividade das entradas no mercado relevante nos últimos cinco anos. Por fim, é avaliado se uma entrada no mercado é provável, tempestiva e suficiente.

Para checar-se se uma entrada no mercado é provável, estima-se as oportunidades de vendas que ocorrerão no mercado com base nos níveis atuais e estimativas. Além disso, examina-se a presença de capacidade ociosa na indústria. Ou seja, se as empresas incumbentes tem uma capacidade de produção não utilizada no momento. Com base nesses dois fatores, calcula-se a oportunidade de venda residual, deduzindo-se a capacidade ociosa da oportunidade de vendas. Se essa oportunidade de vendas residual exceder uma escala mínima viável estimada, que é o mínimo de vendas que um potencial entrante deve realizar para que seu capital seja adequadamente remunerado, é considerado que uma entrada é provável.

No entanto, não basta que uma entrada seja provável para que o ato de concentração seja aprovado. É necessário que essa eventual entrada seja tempestiva e suficiente. Por tempestiva, o CADE considera a entrada que possa ocorrer por potencial competidor em até dois anos<sup>105</sup>. Por suficiente, o CADE considera a possível entrada que terá o potencial de eliminar eventuais efeitos anticompetitivos do ato de concentração<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 28-29.

<sup>105</sup> “Se o tempo de ingresso da firma no mercado for mais longo que dois anos, considera-se que essa potencial entrada não contestará o exercício de poder de mercado das empresas fusionadas de modo rápido o suficiente.” In: CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 32.

<sup>106</sup> “Haverá suficiência de entrada quando o incremento da oferta provada pelos potenciais entrantes for de tal monta que discipline o mercado, impedindo quaisquer elevações de preços.” In: CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 33.

Se após todo esse exercício for considerado que entradas no mercado relevante são prováveis, suficientes e tempestivas, o ato de concentração é aprovado. Se não, passa-se para a próxima etapa.

Na etapa subsequente, é analisado o nível de rivalidade presente no mercado. Ou seja, verifica-se qual o grau de agressividade da concorrência no mercado em questão. O CADE cita uma série de variáveis que podem ser consideradas nessa etapa, dentre as quais estão a margem de lucro das empresas, a dispersão dos preços, variância dos *market shares*, elasticidade preço da demanda e da oferta, crescimento da demanda, entre outros<sup>107</sup>.

Basicamente o que se busca avaliar na análise de rivalidade é a estabilidade do mercado em questão. Mercados estáveis, nos quais os *market shares* não variem muito e a demanda não sofra oscilações drásticas são considerados mais propensos a gerar efeitos anticompetitivos do que mercados nos quais o crescimento da demanda é exponencial e os concorrentes tenham seus *market shares* alterados substancialmente e com frequência. Entretanto, não é somente isso que é verificado. A análise da margem de lucro, por exemplo, objetiva verificar se a lucratividade da indústria em questão é compatível com uma estrutura competitiva ou não, com o preço próximo do custo marginal.

Se é considerado que o mercado em questão tem um nível de rivalidade que evitará eventuais prejuízos ao consumidor na forma de preços maiores, o ato de concentração é aprovado. Se não, mais uma vez será realizada uma etapa adicional, visando verificar os efeitos do ato de concentração.

Essa etapa adicional consiste em verificar se há poder compensatório que elimine eventuais preocupações de efeitos anticompetitivos. Por exemplo: digamos que há um ato de concentração no mercado de turbinas de avião, que a princípio suscitaria preocupações com relações a seus efeitos anticompetitivos. No entanto, apesar do mercado de turbinas de avião ser concentrado, o próprio mercado de aviões também é concentrado. Dado que há poucas empresas que demandam turbinas de avião, considera-se que os consumidores nesse caso têm um grande poder de barganha. Dependendo do caso, se um único consumidor decidir por parar de comprar os produtos de um ofertante em função de preços considerados injustificadamente altos, pode-se causar prejuízos materiais ao ofertante. Ou seja, nesse caso a despeito da existência de um poder de mercado maior por parte do ofertante depois do ato de concentração, o

---

<sup>107</sup> A lista completa de itens que o CADE cita no guia são os seguintes: concentração de mercado; dispersão dos preços; margem de lucro; variância dos *market shares*; elasticidade preço da demanda, elasticidade preço da demanda cruzada; elasticidade preço da oferta; crescimento da demanda; ativos produtivos específicos; possibilidade de monitoramento de condutas; integração vertical e presença de poder de portfólio; homogeneidade dos serviços pré e pós-venda; acesso a distribuidores e serviços de logística; acesso a crédito; presença de clientes e pontos de venda comprometidos; economias de escala e de escopo e presença de capacidade ociosa. In: CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 34-36.

poder de barganha dos consumidores será capaz de contrabalanceá-lo, evitando efeitos anticompetitivos.

Se for considerado que os eventuais efeitos anticompetitivos da fusão ou aquisição serão efetivamente contrabalanceados em função do poder de barganha dos consumidores, o ato de concentração é aprovado. Se não, é realizada mais uma etapa descrita pelo CADE, a análise dos ganhos de eficiência decorrentes do ato de concentração em si.

O próprio CADE reconhece a dificuldade em se mensurar ganhos de eficiência decorrentes de uma fusão ou aquisição. Segundo o guia: “Prever e quantificar eficiências não constitui tarefa trivial. Trata-se de uma projeção, por vezes, de difícil mensuração, com elevado grau de incertezas, que comumente depende de vários fatores e que pode ou não se concretizar, em maior ou menor grau.”<sup>108</sup>

Dito isso, o CADE estabelece que serão consideradas como eficiências específicas do ato de concentração somente aquelas que não poderiam ser obtidas de outra maneira que seria menos danosa ao mercado em um prazo de até dois anos. Além disso, o CADE estabelece que essas eficiências não podem ser estabelecidas de maneira genérica ou serem incondizentes com os cenários estimados para o mercado após o ato de concentração. O CADE define essas eficiências específicas da seguinte forma:

As eficiências específicas à concentração horizontal podem se dar sob a forma de economias de escala, de escopo, da introdução de inovações eficientes de produto ou processo, da apropriação de externalidades positivas ou eliminação de externalidades negativas e da geração de um poder de mercado compensatório.<sup>109</sup>

Se for avaliado que há ganhos de eficiência que eventualmente serão repassados aos consumidores, a fusão ou aquisição é aprovada. Se não, é dada uma última chance ao ato de concentração. Verifica-se se há outros fatores que eventualmente possam justificar a fusão ou aquisição. Em seu guia, o CADE cita apenas uma possibilidade que justificaria aprovar o ato de concentração nessas circunstâncias, que seria o caso da empresa sendo adquirida estar em estado de insolvência.

Por fim, se a fusão ou aquisição reprovar em todos esses testes, o ato de concentração é reprovado. Se a fusão ou aquisição passar em algum destes testes, o ato é aprovado.

Como pode-se notar, no antitruste atual há uma grande preocupação com falsos positivos (atos que não gerariam efeitos anticompetitivos mas que são condenados pelas autoridades). São realizados uma série de testes quando ocorrem fusões e aquisições, e o ato só é reprovado caso reprove em todos os testes. Além disso, como explicitado no guia e, no caso brasileiro, na própria lei de concorrência, mesmo que um ato de concentração implique presumidamente em uma diminuição da competição, este pode

---

<sup>108</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 45.

<sup>109</sup> CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016. p. 47.

ser aprovado desde que se julgue que ocorrerão eficiências produtivas que beneficiem o consumidor. Ou seja, da leitura do guia presume-se que as autoridades somente reprovarão uma fusão ou aquisição em poucas ocasiões nas quais sob nenhum prisma os consumidores acabem se beneficiando. Fazendo uma comparação com o guia norte-americano, verifica-se que ambos são bastante semelhantes, muito embora o documento brasileiro seja mais detalhado<sup>110</sup>.

Com a prática do antitruste mais clara, após a exposição do guia do CADE, na próxima seção serão apresentados os argumentos mais usuais que os defensores do *status quo* utilizam para negar a necessidade de ajustes na aplicação da legislação antitruste.

### 3.2 A defesa do paradigma pelo *status quo*

Já abordamos anteriormente os motivos de preocupação com relação ao antitruste atual por parte dos neo-brandeisianos e quais os argumentos que esses autores utilizam para advogar por um endurecimento na aplicação da legislação. Nessa seção, serão apresentados brevemente os principais argumentos que os defensores do *status quo* do antitruste utilizam para responder as críticas por parte dos neo-brandeisianos.

Dorsey et al (2018) realizaram um extenso exame acerca dos pontos levantados pelos neo-brandeisianos. A conclusão geral dos autores é de que muitas das premissas que os neo-brandeisianos utilizam têm bases empíricas fracas e que as relações de causalidade entre um suposto relaxamento na aplicação do antitruste e os problemas que se tenta endereçar são pouco definidas.

Além disso, os autores reforçam que um antitruste multifacetado foi basicamente o que predominou antes da emergência do paradigma do bem-estar do consumidor, e que o modelo proposto pelos revisionistas da legislação abriria espaço para discricionariedade e imprevisibilidade. Dessa maneira, uma revisão no antitruste substituindo o paradigma do bem-estar do consumidor por um paradigma mais abrangente poderia gerar corrupção e maximizar o bem-estar corporativo em detrimento dos cidadãos.

No entanto, Dorsey et al afirmam que muitas das críticas dos neo-brandeisianos já estão incorporadas na aplicação da legislação antitruste. Ao comentar o temor com relação ao caráter monopsonista de algumas firmas no mercado de trabalho, os autores citam alguns casos nos quais empresas foram processadas por práticas anti-competitivas nessa área<sup>111</sup>. Posteriormente, ao comentar a intenção de se expandir o escopo da análise no antitruste, os autores afirmam que “na realidade, a abordagem do bem-estar

---

<sup>110</sup> FTC. **Horizontal Merger Guidelines**. Washington, 2010.

<sup>111</sup> DORSEY, E. et al. Requiem for a Paradox: The Dubious Rise and Inevitable Fall of Hipster Antitrust. **George Mason University**, 2018. p. 52. Papel para discussão.



do consumidor já considera uma série de fatores incluindo qualidade, variedade e inovação.<sup>112</sup>”

Hovenkamp (2018) também criticou os neo-brandeisianos na base de que eles não oferecem alternativas factíveis ao paradigma do bem-estar do consumidor, afirmando que o movimento em grande medida ignora a análise econômica em sua crítica. Para Hovenkamp, assim como para Dorsey et al (2018), um antitruste que levasse em consideração fatores sociopolíticos correria sério risco de levar a decisões discricionárias potencialmente danosas aos consumidores.

Hovenkamp também questiona o pressuposto dos neo-brandeisianos de que a queda na parcela do trabalho como proporção da renda total e o aumento nos *markups* que vem sendo verificado sejam necessariamente vinculados a uma deficiência na aplicação do antitruste, embora admita que as autoridades devem se preocupar mais com os efeitos da oligopolização no mercado de trabalho. Segundo o autor, explicações alternativas para esses fenômenos seriam uma mudança estrutural da economia para setores mais intensivos em capital, políticas anti-sindicalização levadas a cabo nos últimos anos, e uma maior parcela dos mercados configurando-se como de competição monopolística<sup>113</sup>.

Um argumento usual dos defensores do paradigma dominante é de que o paradigma não é o mal em si, o que é necessário é um endurecimento da aplicação da legislação, sem abandonar as ferramentas que vêm sendo utilizadas pelas autoridades há décadas. Também costuma-se apontar que muitos dos objetivos dos neo-brandeisianos seriam perseguidos de uma maneira mais eficiente com outros tipos de política, como a regulamentação ou políticas fiscais redistributivas. Essa é a linha que Kennedy (2018) adota para defender o atual paradigma.

Cristiane Schmidt, ex-conselheira do CADE, entende que o paradigma do bem-estar do consumidor poderia ser ampliado para abranger muitas das preocupações do movimento<sup>114</sup>. Schmidt também guarda restrições às propostas de parte dos neo-brandeisianos de utilizar o antitruste para separar empresas com maior frequência, da mesma forma como foi feito com a Standard Oil e a AT&T<sup>115</sup>. De acordo com a autora,

<sup>112</sup> “In reality, the consumer welfare approach to antitrust analysis already considers a variety of factors including, quality, variety, and innovation.” In: DORSEY, E. et al. *Requiem for a Paradox: The Dubious Rise and Inevitable Fall of Hipster Antitrust*. **George Mason University**, 2018. p. 62. Papel para discussão.

<sup>113</sup> HOVENKAMP, H. *Is Antitrust’s Consumer Welfare Principle Imperiled?* **University of Pennsylvania**, 2018. p. 10. Papel para discussão.

<sup>114</sup> SCHMIDT, C. *Hipster Antitrust: poder de mercado e bem-estar do consumidor na Era da Informação*. **Jota**, 28 dez. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/hipster-antitrust-poder-de-mercado-e-bem-estar-do-consumidor-na-era-da-informacao-28122018>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>115</sup> SCHMIDT, C. *Antitruste 4.0: desafios de como agir com conglomerados na era da informação*. **Jota**, 15 set. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/antitruste-4-0-desafios-de-como-agir-com-conglomerados-na-era-da-informacao-15092018>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

separar empresas é uma medida extrema que somente foi utilizada poucas vezes e que poderia gerar insegurança jurídica e ameaçar os direitos de propriedade.

O principal ponto de discordância que separa os defensores do *mainstream* do antitruste dos neo-brandeisianos é a suposta acuracidade que a análise atual provê. Os defensores do *status quo* costumam atribuir uma grande previsibilidade e precisão aos instrumentos de análise atualmente empregados, e argumentam que abandoná-los poderia gerar confusão e discricionariedade. Os neo-brandeisianos argumentam no sentido contrário. Para eles, dado que a análise atual necessita fazer uma série de inferências para se sustentar, e que os custos da maior concentração econômica são difusos e muitas vezes de difícil mensuração, seria mais produtivo estabelecer o que alguns autores chamam de “regra do polegar” ou “regra de ouro”<sup>116</sup>.

Segundo os neo-brandeisianos, portanto, criar algum tipo de regra objetiva e clara que evite fusões e aquisições quando atendidos certos critérios seria positivo. Esse tipo de abordagem, inclusive, dificultaria a interferência política das empresas para a aprovação de fusões e aquisições quando essas tivessem consequências anticompetitivas, pois diminuiria a margem interpretativa das autoridades.

Ademais, outro ponto de discordância entre o *mainstream* e os neo-brandeisianos é a preocupação com falsos positivos e falsos negativos. O *mainstream* tem uma preocupação maior com falsos positivos, ou seja, ações que não gerariam efeitos anticompetitivos mas que são julgadas como irregulares pelas autoridades, do que falsos negativos. Essa preocupação está evidente na análise clássica abordada na seção anterior. A análise envolve uma série de etapas e somente se o ato de concentração reprove em todas as etapas é presumido um efeito anti-competitivo.

Os neo-brandeisianos invertem essa lógica. Para eles, os falsos negativos seriam mais danosos à economia do que os falsos positivos. Dessa forma, o estabelecimento de regras de ouro, presumindo o efeito anticompetitivo de certos atos, seria melhor do que fazer uma análise em várias fases, dando o benefício da dúvida para as firmas envolvidas.

Outra crítica bastante válida aos neo-brandeisianos, levantada por alguns defensores do paradigma, é até que ponto o antitruste seria a resposta correta para os problemas apontados pelos mesmos. A queda da parcela do trabalho no total da renda não é um fenômeno exclusivamente estadunidense, tendo sido verificado em grande parte dos países ao longo dos últimos quarenta anos<sup>117</sup>. Há explicações alternativas desse fenômeno que não levam em consideração o fator dos monopólios.

Piketty (2013), por exemplo, argumenta que em uma economia que no longo prazo tenha um crescimento da renda menor, o capital acumulado no passado ganha cada vez

<sup>116</sup> No original, *rule of thumb*.

<sup>117</sup> KARABARBOUNIS, L.; NEIMAN, B. Trends in Factor Shares: Facts and Implications. **The National Bureau of Economic Research**, 2017. Disponível em: <<https://www.nber.org/reporter/2017number4/karabarbounis.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

mais uma importância desproporcional e acaba por capturar uma parcela maior da renda. Rodrik, em artigo recente no qual abordou o problema da crescente desigualdade, tratou a questão sob uma perspectiva estruturalista, argumentando que há cada vez mais uma divisão clara dentro dos países entre um setor moderno e integrado na economia mundial e um setor de baixa produtividade concentrado em serviços não-escaláveis<sup>118</sup>.

Uma visão particularmente pessimista acerca da desigualdade foi abordada em um livro recente, do historiador Walter Scheidel. Segundo o autor, só há quatro coisas que foram capazes de conter a desigualdade ao longo da história: guerras, revoluções, colapso estatal e pragas<sup>119</sup>.

Portanto, na visão dos autores supracitados, a ideia de que o antitruste poderia ser uma política fundamental no combate à desigualdade parece ingênua. Esses autores enxergam questões mais profundas que explicam a desigualdade nos últimos anos. Essas questões somente poderiam ser endereçadas ou através de fatores exógenos (guerras, pragas, etc.) ou através de um intervencionismo estatal maior.

### 3.3 A concentração do setor bancário no Brasil

Já foi abordado durante esse trabalho como o antitruste mudou seu foco ao sair da influência da Escola de Harvard para a Escola de Chicago e porque os críticos neobrandeisianos veem nessa mudança de paradigma um potencial problema. Anteriormente também se demonstrou a influência da Escola de Chicago nas leis antitruste brasileiras e no próprio guia de análise para atos de concentração do CADE. No entanto, a concentração econômica também é um problema relevante no Brasil?

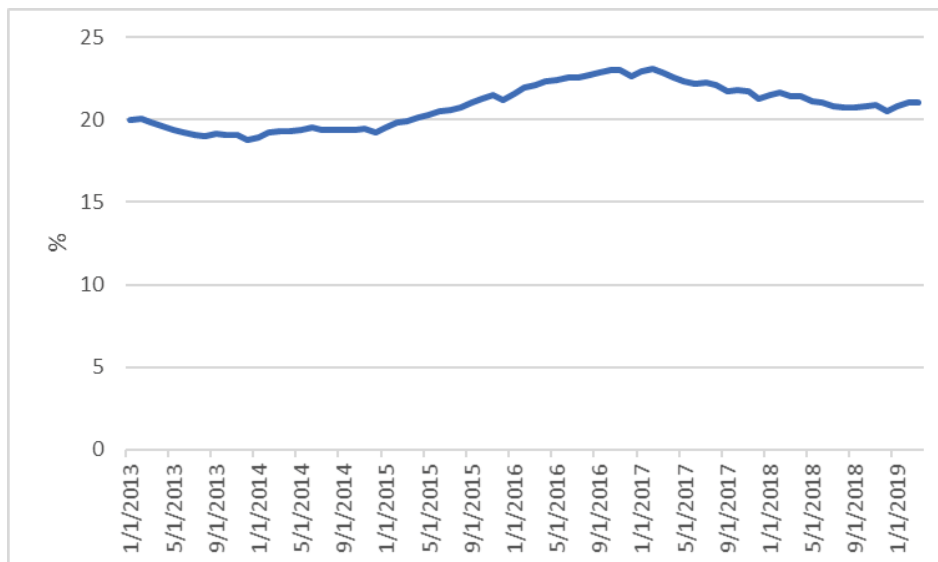
Na presente seção irão ser apresentados alguns dados sobre o setor bancário brasileiro, que é um setor que costuma ser apontado como excessivamente concentrado. Segundo o Banco Central, 81,3% dos ativos totais do segmento bancário brasileiro eram divididos entre as cinco maiores instituições do setor em 2017<sup>120</sup>. Abaixo podemos verificar a taxa de juros média anual para empréstimos pendentes entre janeiro de 2013 a março de 2019.

<sup>118</sup> RODRIK, D. The Good Jobs Challenge. **Project Syndicate**, 7 fev. 2019. Disponível em: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/how-countries-can-create-middle-class-jobs-by-dani-rodrik-2019-02>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>119</sup> Open Future. Can inequality only be fixed by war, revolution or plague? **The Economist**, Londres, 10 set. 2018. Disponível em: <<https://www.economist.com/open-future/2018/09/10/can-inequality-only-be-fixed-by-war-revolution-or-plague>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>120</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. Brasília, 2017. p. 87.

FIGURA 3 - TAXA DE JUROS MÉDIA ANUAL PARA EMPRÉSTIMOS PENDENTES DE JANEIRO/2013 A MARÇO/2019

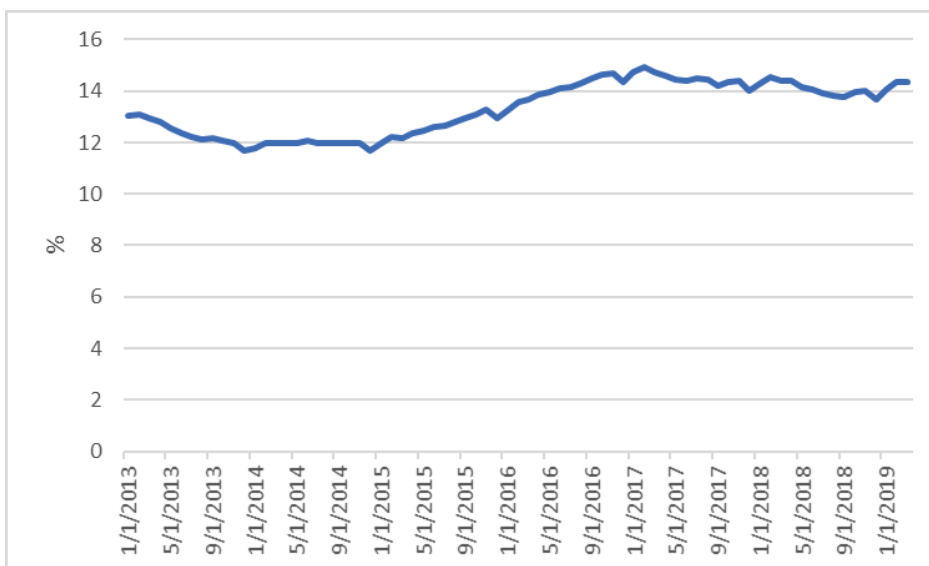


FONTE: Banco Central do Brasil.

Como pode-se observar, ao longo do período a taxa permaneceu relativamente estável em torno de 20%. No entanto, vale notar que à partir do final de 2016 houve um processo de afrouxamento da política monetária significativo por parte do Banco Central. A SELIC, que estava em 14,25% em outubro de 2016, caiu para 6,5% em março de 2018, ou uma queda de quase 8%.

A despeito desse afrouxamento monetário significativo, como verificado acima, houve pouco impacto nas taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras. Isso sugere que parte dessa diferença pode ter virado *spread* bancário.

FIGURA 4 – SPREAD MÉDIO ANUAL PARA EMPRÉSTIMOS PENDENTES DE JANEIRO/2013 A MARÇO/2019



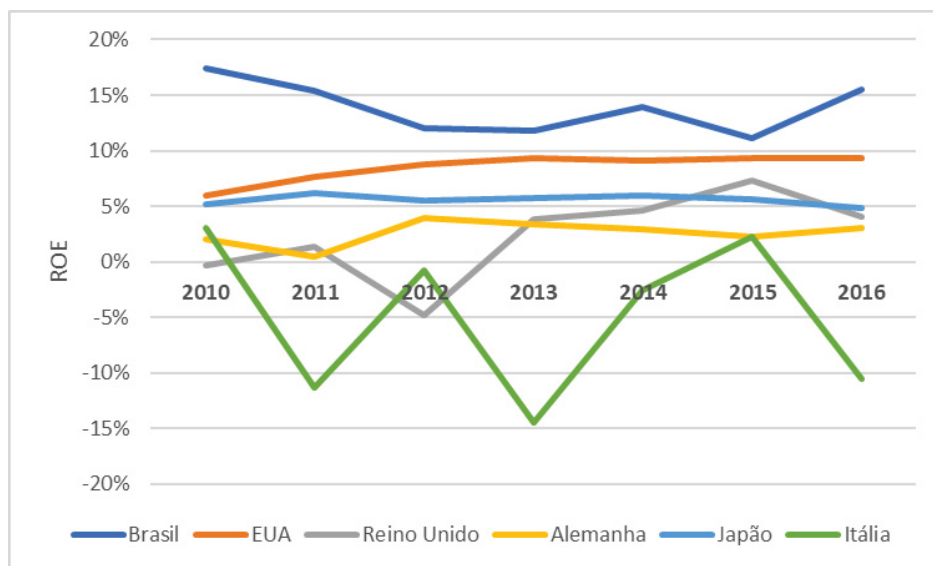
FONTE: Banco Central do Brasil.

Na figura 2 verifica-se que segundo o *spread* calculado pelo Banco Central, houve uma alta do indicador entre o início da série em 2013 até o momento, de cerca de 13% para cerca de 14% atualmente.

Quando se compara o retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos brasileiros comparados a bancos de outras grandes economias do mundo (Figura 3), verifica-se que as instituições financeiras nacionais são consistentemente mais lucrativas do que as estrangeiras.

Esse dado é outro indicativo de que há um grau maior de competição no setor financeiro em outros países com relação ao sistema financeiro nacional.

FIGURA 5 – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS BANCOS DE 2011 A 2016



FONTE: Federal Reserve Bank of Saint Louis.

No entanto, como defendido por autores como Zingales (2012) e Lazzarini (2011), o principal malefício da concentração pode ser a influência política que grandes corporações acabam por exercer. Lazzarini (2011) aponta que antes que as contribuições para campanhas políticas por parte de empresas fossem proibidas, as instituições financeiras costumavam constar como grandes doadoras de campanhas.

Como exposto por Zingales (2012) esse tipo de influência política pode distorcer os incentivos no mercado e acabar por gerar episódios de capitalismo de compadrio.

### 3.4 Uma agenda para o antitruste no século XXI

Parte das críticas dos defensores do paradigma do bem-estar do consumidor aos neo-brandeisianos parece pouco fundamentada. Há estudos indicando um aumento no poder de mercado das firmas nas últimas décadas, como Grullon, Larkin e Michaely (2018) e De Loecker e Eeckhout (2017). Ignorar esses estudos ou observar que podem haver outros motivos para um aumento no poder de mercado que não um relaxamento no antitruste, sem apontar objetivamente quais são os dados que embasam essa conclusão, não parece ser muito produtivo.

A alegação de que os neo-brandeisianos ignoram a ciência econômica também parece exagerada. Livros que advogam um endurecimento no antitruste, como Zingales (2012) e Hearn e Tepper (2018) são quase que inteiramente embasados na teoria econômica. O argumento de que abandonar o paradigma do bem-estar do consumidor

implicaria inevitavelmente em confusão, discricionariedade e corrupção também não parece ser muito fundamentado. Conforme Wu (2018a) aponta, o próprio conceito de bem-estar é um conceito subjetivo. Wu propõe que se abandone o paradigma do bem-estar do consumidor por um paradigma de preservação da competição, que segundo o mesmo seria um paradigma de até mais fácil implementação que o dominante.

Steinbaum e Stucke (2018) também defendem a adoção de um paradigma da competição efetiva. Um de seus argumentos é de que, assim como Wu (2018a) afirma, o próprio conceito de bem-estar do consumidor seria um tanto subjetivo e não haveria um entendimento unificado a respeito do que o termo representaria entre as autoridades responsáveis por aplicar o antitruste ao redor do mundo. Para embasar esse entendimento, os autores citam uma pesquisa da International Competition Network de 2007, na qual a maioria das autoridades não definiram o conceito de bem-estar do consumidor de maneira explícita, e demonstraram ter diferentes entendimentos acerca do termo<sup>121</sup>.

No entanto, a observação de que parte dos problemas apontados pelos neobrandeisianos talvez sejam melhor endereçados por outras políticas é contundente. O problema da privacidade e do uso dos dados dos usuários por parte de firmas de alta tecnologia é uma questão muito mais regulatória do que propriamente ligada ao antitruste. Essa é a conclusão a que chegam Ohlhausen e Okuliar (2015). Seria importante que se criassem regras nessa área, potencialmente proibindo as empresas de se utilizarem de alguns tipos de informação consideradas mais sensíveis.

Além disso, uma política interessante e que diminuiria as vantagens que as firmas incumbentes no setor de tecnologia têm sobre as firmas entrantes seria garantir aos usuários direitos de propriedade sobre suas próprias informações. Dessa forma, mesmo que uma dada firma, como o Facebook ou o Google, armazenasse informações sobre um usuário, este poderia compartilhar essas informações com outras empresas se assim o quisesse. Essa é a linha defendida por Schwartz (2004) e Mayer e Ritter (2018).

A própria questão da influência das grandes corporações no processo político não parece ser algo que deva ser tratado exclusivamente através do antitruste. No contexto norte-americano, estabelecer limites ao *lobbying*, ou até mesmo proibi-lo, seriam medidas potencialmente mais efetivas no combate à corrupção do que terceirizar essa missão somente para o antitruste. Evidentemente, uma proibição ao *lobbying* por si só não resolveria o problema. Homicídios seguem ocorrendo, a despeito do fato que matar pessoas é crime. De maneira análoga, é provável que as empresas conseguiriam influenciar as decisões políticas. Entretanto, uma proibição traria a vantagem de aumentar os riscos de se incorrer nesse tipo de prática.

---

<sup>121</sup> “Most respondents do not specifically define consumer welfare and appear to have different economic understandings of the term” In: Report on the Objectives of Unilateral Conduct Laws, Assessment of Dominance/Substantial Market Power, and State-Created Monopolies. **International Competition Network**, maio 2007. p. 9.



Com essas observações feitas, qual o espaço para o antitruste numa perspectiva mais moderna?

Para começar, parece razoável concluir que a análise sobre fusões e aquisições foi excessivamente leniente nos últimos anos. É difícil precisar de qual maneira os consumidores e a sociedade em geral foram beneficiados com as grandes empresas tecnológicas sendo capazes de comprar uma série de firmas menores e potenciais competidores, como o Facebook com o Instagram e o Whatsapp, e o Google com o Waze. Kwoka (2013) fez uma compilação de estudos acerca de impactos nos preços de fusões, e descobriu que em três quartos dos casos os preços subiram após as fusões. Ou seja, mesmo adotando um conceito estreito de bem-estar do consumidor, há indícios de que a análise de fusões e aquisições tem apresentado deficiências.

Se uma pequena empresa é colocada para competir com uma grande empresa num contexto de livre-mercado, está se ignorando a possibilidade de que a grande empresa termine por adquirir a pequena empresa. Assim sendo, quando pequenas empresas são colocadas para competir com grandes concorrentes, é provável que as maiores terminem por comprar as menores, na ausência de um terceiro que garanta a competição e evite um nível exagerado de concentração.

Economistas marxistas, como Kalecki, já dissertaram sobre essa situação. Segundo Kalecki:

O monopólio parece estar profundamente enraizado na natureza do sistema capitalista: a livre competição, como uma premissa, pode ser útil no primeiro estágio de alguns estudos, mas como uma descrição do estágio normal de uma economia capitalista é meramente um mito.<sup>122</sup>

O próprio Marx apontou para a tendência a consolidação presente no capitalismo. Nas palavras do mesmo:

(...) os capitais maiores ganham dos menores (...) a competição cresce de maneira diretamente proporcional ao número, e de maneira inversamente proporcional ao tamanho, dos capitais rivais. Isso sempre termina na ruína de muitos pequenos capitalistas, cujos capitais parcialmente passam para a mão de seus conquistadores, e parcialmente desaparece.<sup>123</sup>

Da mesma forma, grandes industriais do final do século XIX e início do século XX, como Rockefeller, acreditavam que a monopolização nada mais era que o caminho

<sup>122</sup> “Monopoly appears to be deeply rooted in the nature of the capitalist system: free competition, as an assumption, may be useful in the first stage of certain investigations, but as a description of the normal stage of capitalist economy it is merely a myth.” In: FOSTER, J. What is Monopoly Capital? **Monthly Review**, Nova York, 1 jan. 2018. Disponível em: <<https://monthlyreview.org/2018/01/01/what-is-monopoly-capital/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>123</sup> “ (...) the larger capitals beat the smaller (...) competition rages in direct proportion to the number, and in inverse proportion to the magnitudes, of the antagonistic capitals. It always ends in the ruin of many small capitalists, whose capitals partly pass into the hands of their conquerors, partly vanish.” In: MARX, K. The General Law of Capitalist Accumulation. **Das Kapital**, 1867. Disponível em: <<https://www.marxists.org/archive/marx/works/1867-c1/ch25.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

natural das coisas. O monopólio era uma forma superior de organização econômica, e tentar evitá-lo era algo como tentar evitar que a chuva caísse do céu ou que se desse um basta na evolução das espécies<sup>124</sup>.

Como Zingales aponta, a possibilidade que uma firma adquira todas as outras que entram no mesmo mercado só é impossível quando há muitas firmas entrantes. A tentativa do governo britânico de quebrar o monopólio da Companhia das Índias Orientais, por exemplo, falhou porque os acionistas da empresa incumbente compraram ações da nova firma criada e forçaram uma fusão<sup>125</sup>.

A Standard Oil, o caso de monopólio mais conhecido da era dos barões ladrões, também cresceu utilizando-se de uma estratégia agressiva de aquisições. A emergência de um monopólio sobre um insumo importante da economia, como é o petróleo, facilitou a criação das primeiras leis antitruste. A posterior descoberta da adoção de práticas abusivas e anti-competitivas por parte da Standard Oil serviu como pretexto para a quebra da mesma em 34 companhias menores<sup>126</sup>.

Para endereçar a questão do ritmo crescente de fusões e aquisições<sup>127</sup>, as autoridades poderiam cogitar proibir esse tipo de transação por parte de firmas com poder de mercado em indústrias nas quais tenham sido observados lucros anormais no médio/longo prazo<sup>128</sup>.

Tal proposição não seria de nenhuma maneira inconsistente com a teoria econômica, uma vez que não é esperada a presença de lucros anormais numa indústria no longo prazo. A presença de lucros anormais indica a existência de barreiras à entrada, e permitir fusões e aquisições de firmas que já tenham poder de mercado somente serviria ao propósito de aumentar ainda mais essas barreiras, prejudicando o caráter competitivo do mercado. Essa proposta, portanto, vai em linha com a sugestão de Wu (2018a) de se promover um paradigma de preservação da competição.

No entanto, algumas vezes, principalmente em alguns nichos da nova economia, a definição de mercado acaba por ser um tanto vaga. A aquisição do Instagram por parte

---

<sup>124</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 28.

<sup>125</sup> ZINGALES, L. **A capitalism for the people: recapturing the lost genius of American prosperity**. Nova York: Basic Books, 2012. p. 33.

<sup>126</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 58.

<sup>127</sup> Number & Value of M&A Worldwide. **Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances**. 1985-2018. Disponível em: <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>128</sup> No caso no qual fosse muito difícil estabelecer a lucratividade de determinada indústria como um todo, poderia-se analisar uma amostra significativa desse mercado. Quando mesmo a análise da amostra fosse de muito difícil consecução, a própria medida de concentração do mercado poderia ser utilizada como uma *proxy*.

do Facebook não foi considerada uma ameaça à competição por parte das autoridades inglesas devido à conclusão de que ambas as empresas não eram competidoras<sup>129</sup>.

Para evitar esse tipo de situação, uma alternativa seria proibir que firmas que se tornem um monopólio na prática de algum setor relevante, como o Facebook nas redes sociais, Google no setor de buscas na internet e Amazon no setor de vendas na internet, incorram em fusões e aquisições. Obviamente, tal proposta necessitaria ter regras claras quanto à sua implementação, uma vez que seu objetivo não seria perseguir a firma A ou B, mas somente evitar que firmas dominantes cresçam indefinidamente, sufocando a inovação e a competição.

Tais medidas não afetariam, de maneira nenhuma, o caráter competitivo do mercado. No caso de grandes firmas dominantes, eventualmente sobraria mais dinheiro em caixa que seria revertido em dividendos para os acionistas. Além disso, se mesmo assim essas empresas decidissem entrar em novos mercados, não haveria obstáculos para as mesmas. Elas só não poderiam entrar pela via de fusões e aquisições.

Estabelecer limites para fusões e aquisições, portanto, seria uma medida relativamente simples e sem danos colaterais significativos e que teria a grande vantagem de permitir uma maior concorrência nos mercados. Tal política não eliminaria os incentivos para se aumentar a eficiência, na verdade pelo contrário. Como mercados com mais firmas tendem a ser mais competitivos, as empresas teriam um incentivo maior para aumentar a eficiência. Alguns neo-brandeisianos já identificaram na análise de fusões e aquisições um ponto passível de reforma no antitruste.

Hearn e Tepper (2018), Steinbaum e Stucke (2018) e Wu (2018b) estão entre os autores que vislumbram possibilidades de melhorias com relação a análise de fusões e aquisições. Em geral, defende-se mais transparência ao processo decisório das autoridades e que se adote maneiras simples de se implementar restrições às fusões. Hearn e Tepper (2018) defendem que fusões e aquisições em indústrias além de certo nível de concentração sejam banidas, e que as empresas somente possam crescer organicamente nessas indústrias. Os autores também defendem que mesmo a integração vertical seja proibida por parte de firmas em indústrias muito concentradas, de forma semelhante ao que foi proposto aqui logo acima. Zingales (2012), por sua vez, defende que se implemente regras simples na área econômica pois a simplicidade facilitaria a fiscalização por parte do público em geral e dificultaria a captura das autoridades.

No contexto brasileiro, assim como no estadunidense, a análise dos chamados atos de concentração (basicamente fusões e aquisições) também é baseada em pesar os malefícios da maior concentração, como poder de mercado e diminuição da concorrência, com possíveis benefícios, como ganhos de escala e diminuição dos preços. Ou seja, não há, pelo menos não de maneira explícita, uma restrição a fusões e

---

<sup>129</sup> WU, T. **The Curse of Bigness**: Antitrust in the New Gilded Age. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 122-123.

aquisições rígida quando atendidos certos critérios claros<sup>130</sup>. Dessa maneira, as regras propostas se configurariam como uma mudança significativa no atual estado do antitruste nacional.

Alguns dos neo-brandeisianos defendem que se deve separar algumas empresas, geralmente empresas da fronteira tecnológica como o Facebook ou o Google, à semelhança do que ocorreu com a Standard Oil e a AT&T no passado. Como explicitado pela opinião da ex-conselheira do CADE, alguns acham que essa é uma posição um tanto quanto radical e que prejudicaria os direitos de propriedade<sup>131</sup>. No entanto, se há alguma “mensagem” na legislação antitruste, esta é de que dentro do capitalismo o que é mais importante é a competição. No caso no qual a propriedade acabe por violar o princípio da competição, a competição tem primazia.

Ademais, existem casos nos quais os direitos de propriedade foram relativizados e que resultaram extremamente benéficos para a sociedade. O próprio caso da Standard Oil pode ser citado, mas também há o caso da bem-sucedida reforma agrária no Japão<sup>132</sup>.

Apesar disso, não parece que seja efetivo focar esforços na separação dessas empresas na fronteira tecnológica. As indústrias nas quais essas empresas estão inseridas têm dinâmicas de externalidades de rede muito fortes. Se o Facebook fosse dividido em vários, seria questão de tempo até um novo Facebook surgir e tornar-se tão dominante quanto o anterior. Por isso, no que concerne aos mercados de alta tecnologia, seria mais prudente uma política passiva, evitando a compra por parte das firmas incumbentes de potenciais competidores, do que uma política ativa que vise separar essas empresas.

O caso do mercado financeiro é diferente. Ao contrário das redes sociais, por exemplo, não necessariamente é desejável ter uma conta de banco na instituição que todos os seus amigos são depositantes. Além disso, o mercado financeiro costuma ter grandes interconexões na economia, o que faz com que a doutrina do *too big to fail* seja especialmente aplicável a essa indústria<sup>133</sup>.

Imagine a situação na qual o Itaú, por exemplo, tenha fraudado seu balanço por anos, escondendo dos investidores um crescente passivo. Quando a fraude eventualmente fosse conhecida, os depositantes seriam tomados por um pânico generalizado e buscariam resgatar seu dinheiro. Nessa hipótese, ou o governo de alguma

<sup>130</sup> BRASIL. Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 dez. 2011. Seção 1, p.1.

<sup>131</sup> SCHMIDT, C. Antitruste 4.0: desafios de como agir com conglomerados na era da informação. **Jota**, 15 set. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/antitruste-4-0-desafios-de-como-agir-com-conglomerados-na-era-da-informacao-15092018>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

<sup>132</sup> KAWAGOE, T. Agricultural Land Reform in postwar Japan: Experiences and Issues. **The World Bank**, 1999. Papel para discussão.

<sup>133</sup> BARTH, J.; WIHLBORG, C. Too Big to Fail and Too Big to Save: Dilemmas for Banking Reform. **National Institute Economic Review**, Londres, vol. 235, n. 1, p. 27-39.

forma garantiria solvência ao Itaú, ou a falência do mesmo teria o potencial de causar uma grave crise.

Como Zingales (2012) bem apontou, esse tipo de garantia implícita do governo às instituições financeiras e empresas *too big to fail* em geral insere incentivos perversos na economia. Empresas que tenham esse status têm menor incentivo para serem criteriosas em suas decisões de investimento, aumentando o risco sistêmico da economia.

Dessa maneira, parece que se há um setor no qual a hipótese de se separar empresas deve ser levada a sério, esse setor é o financeiro. Como qualquer investidor sabe, deve-se diversificar o risco em uma carteira de ativos. Da mesma forma, permitir que algumas empresas do mercado financeiro representem um risco sistêmico para a economia não parece uma opção inteligente. Assim sendo, o antitruste deve ser especialmente restritivo com empresas no mercado financeiro.

Não se deve excluir o papel da regulamentação na tarefa de evitar riscos excessivos no mercado financeiro. No entanto, não se pode ser ingênuo de achar que há regulamentações perfeitas. Sempre haverá imperfeições na regulamentação, além de haver a incerteza inerente da economia, que pode gerar situações extremas não previstas pelos reguladores.

Considerando esses fatores, parece razoável atribuir ao antitruste um caráter complementar à regulamentação no mercado financeiro, visando evitar concentrações excessivas e a existência de um risco sistêmico na economia. Tal abordagem preventiva evitaria que o governo se visse obrigado a socializar as perdas das instituições financeiras, como ocorreu no caso do TARP, e eliminaria os incentivos perversos e o risco moral que iniciativas dessa natureza inserem na economia.

No contexto brasileiro, em particular, uma maior rigidez na aplicação do antitruste no mercado financeiro poderia trazer um ganho adicional. Os juros altos no Brasil são um fenômeno bem conhecido. Há uma série de explicações para esse fato, como as regulamentações rígidas impostas pelo Banco Central, o grau de inadimplência, a baixa taxa de poupança nacional, entre outros. No entanto, se admitirmos que pelo menos parte do *spread* bancário é explicado pela grande concentração de nosso mercado financeiro, um maior rigor do antitruste poderia implicar em uma queda pelo menos marginal dos juros. Dado o papel fundamental do crédito numa economia<sup>134</sup>, mesmo uma diminuição marginal dos juros poderia gerar ganhos significativos.

Outra proposta dentro do âmbito do antitruste, advogada por Wu (2018b), é de instituir nos Estados Unidos um dispositivo que já existe no Reino Unido chamado investigações de mercado<sup>135</sup>. Através das investigações de mercado, seria concedido às autoridades o poder de investigar a dinâmica de um mercado como um todo, e não

<sup>134</sup> PORTO JR, S.; SILVA, E. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, vol. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

<sup>135</sup> WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018. p. 133-134.

especificamente ações consideradas anti-competitivas ou o impacto de fusões e aquisições.

Wu defende que esse dispositivo seja utilizado em mercados nos quais haja consolidação em um relativo longo prazo, de 10 anos ou mais. Depois de investigado o mercado, as autoridades poderiam propor soluções para aumentar a competitividade do mesmo, visando diminuir barreiras à entrada, por exemplo. Esse dispositivo foi utilizado no Reino Unido de maneira a forçar que os principais aeroportos competissem entre si e os resultados foram considerados bons.

Não há o instrumento das investigações de mercado aqui no Brasil. Esse instrumento seria importante para que as autoridades pudessem buscar maneiras de aumentar a competição em mercados nos quais haja consolidação no longo prazo, mas que não necessariamente haja práticas anti-competitivas. As investigações de mercado proveriam uma forma das autoridades avaliarem a competição em uma indústria de uma maneira holística, e recomendarem medidas para se aumentar a competição, se necessário.

Outro campo de pesquisa interessante para o antitruste é a questão dos grandes investidores institucionais que detêm parcelas significativas de empresas que competem dentro de um mesmo mercado. Estudos empíricos como Azar, Schmalz e Tecu (2018) apontam que esse fenômeno gera preços maiores e menor oferta ao consumidor, em função de uma diminuição na competição. Essa questão também é abordada no contexto brasileiro por Lazzarini (2011). No entanto, fica indefinido se essa questão deve ser tratada como um problema regulatório ou como um problema de antitruste.

Por fim, há o temor central na obra de Zingales (2012) de que a economia estadunidense, dominada por empresas *too big to fail*, termine por se tornar um exemplo de capitalismo de compadrio.

Anteriormente foi defendido que esse problema talvez seja melhor endereçado de maneira direta, através de uma proibição ou restrições ao *lobbying*. Porém, é ingênuo presumir que uma mera proibição evitaria que as corporações tentassem influir na política.

Além disso, como o próprio Zingales argumenta, não é necessário que as empresas incorram em *lobbying* ou corrupção pura e simples para que obtenham vantagens políticas. O próprio tamanho das firmas constitui um incentivo para que reguladores e políticos sejam mais condescendentes com as grandes corporações.

Isso dito, resta o fato de que é extremamente difícil definir poder político. Por um lado, o pressuposto de que entidades privadas não exercem nenhum tipo de poder político, por não possuírem o monopólio do exercício da força que os Estados supostamente têm, é simplificador. Por outro lado, não existe uma “teoria política da firma” amplamente aceita, como acredita que seja necessário Zingales (2017).



Apesar dessas ressalvas, o problema da influência política das corporações pode ser indiretamente tratado pelas ações de antitruste propostas acima. Se considerarmos que o poder político das firmas deriva de seu poder de mercado, e o antitruste passar a adotar uma perspectiva de preservação da competição e visar confrontar a persistência no longo prazo de lucros anormais, o problema do poder político das firmas será minimizado. Além disso, sendo o setor financeiro em geral o que mais tem conexões políticas<sup>136</sup>, um escrutínio maior por parte das autoridades antitruste nessa indústria, como proposto anteriormente, causaria o efeito colateral de diminuir a influência da mesma.

Entretanto, resta a hipótese de que o poder político da firma não derive necessariamente de um poder de mercado significativo. Como sugerido por Zingales, o próprio tamanho da firma pode gerar vantagens políticas. Um exemplo ilustrativo dessa possibilidade é representado pela General Motors. A GM sofre com competição acirrada por parte de seus rivais, e não parece ter um poder de mercado significativo. A despeito disso, a General Motors foi uma das empresas que obtiveram ajuda por parte do governo norte-americano depois da crise de 2008.

Para tratar essa questão, na qual o poder político da firma derive de seu próprio tamanho e não necessariamente de um grande poder de mercado, aparentemente não existem as ferramentas necessárias ainda. Talvez seja necessário esperar que se desenvolva uma teoria política da firma com ampla aceitação.

### 3.5 O impacto da introdução de uma “regra de ouro” na análise do CADE

Esse capítulo iniciou-se descrevendo o guia para análise de atos de concentração horizontal do CADE. Em seguida, abordou-se brevemente quais são as principais discordâncias entre o *mainstream* do antitruste e os neo-brandeisianos. Como dito, o núcleo da discordância entre as duas escolas é a previsibilidade e precisão que o *status quo* atribui aos instrumentos atualmente em uso e a opção por evitar ao máximo falsos positivos presente no antitruste atual. Os neo-brandeisianos desconfiam dessa precisão e argumentam que há indícios que falsos negativos sejam bem mais frequentes que falsos positivos, como os estudos indicando um poder de mercado crescente por parte das firmas indicam.

Com base nisso, os neo-brandeisianos advogam a instituição de algum tipo de regra de ouro na análise sobre fusões e aquisições. A regra de ouro seria algum critério simples e de fácil observação que se atendido presumidamente levaria a efeitos anticompetitivos, forçando a reprovação do ato. Um ponto central que Zingales defende

---

<sup>136</sup> Lazzarini (2011) aponta que dos 20 maiores grupos brasileiros, 5 estão no setor financeiro. Da mesma forma, dos 20 maiores doadores na campanha presidencial vitoriosa do ex-presidente Lula em 2006, 4 eram instituições financeiras.



em seu livro é a adoção de regras as mais simples possíveis, para evitar a captura das autoridades por parte de interesses escusos e para facilitar o monitoramento por parte da população. A instituição de uma regra de ouro, portanto, iria de acordo com as recomendações gerais de Zingales.

Os neo-brandeisianos em geral advogam que essa regra de ouro deveria ser baseada na concentração da indústria afetada, seja utilizando como parâmetro o índice de Herfindahl-Hirschman, seja utilizando outras medidas. Na seção anterior, argumentou-se que tal regra de ouro deveria ser baseada na lucratividade, e não na concentração *per se*. Isso ocorre pois acredita-se que a existência de lucros anormais em uma dada indústria no médio e longo prazo seria um melhor indicador da concorrência dentro de um mercado do que a concentração.

Existem casos nos quais talvez seja difícil mensurar a lucratividade de um dado mercado. No caso de conglomerados, por exemplo, pode haver situações nas quais seja complicado estabelecer com precisão o capital empregado em cada um dos mercados que o conglomerado atua. Nesses casos especiais, a concentração do mercado pode ser usada como uma *proxy*.

Também foi argumentado na seção anterior que fossem introduzidas outras regras de ouro, envolvendo a integração vertical de monopólios na prática e regras específicas para o mercado financeiro.

Todavia, como se daria na prática o estabelecimento de uma regra de ouro na análise clássica do CADE, que foi abordada anteriormente?

O estabelecimento de uma regra de ouro (ou mais, a depender do caso) funcionaria como nada mais que a adição de uma etapa preliminar ao exercício de análise que o CADE já realiza. Ou seja, antes de se proceder a todos os testes que o CADE faz, como análise de possíveis entradas, análise de rivalidade, análise de poder de barganha por parte dos consumidores, seria verificado se o ato em questão ofenderia alguma das regras de ouro estabelecidas. Utilizando os exemplos da seção anterior: a fusão ou aquisição em questão envolve firmas com poder de mercado numa indústria com lucros anormais? A fusão ou aquisição em questão envolve um monopolista na prática de um mercado relevante? A fusão ou aquisição em questão ofende alguma regra específica desenhada para o mercado financeiro?

Se a resposta para alguma das perguntas acima for sim, será presumido que a fusão ou aquisição sendo analisada tem efeitos anticompetitivos, e o ato será reprovado. É difícil precisar de qual maneira o estabelecimento desse tipo de regra implicaria em discricionariedade e confusão, como os defensores do *mainstream* em geral alegam. Na verdade, a análise tradicional parece ser muito mais sujeita a subjetividade e eventual captura das autoridades por interesses escusos do que o estabelecimento desse tipo de regra simples.

O que de fato ocorreria caso regras de ouro fossem utilizadas no antitruste seria que possivelmente passariam a ocorrer mais falsos positivos do que falsos negativos. É difícil determinar qual das alternativas é menos danosa. O *mainstream* em geral assume que se deve evitar ao máximo os falsos positivos. Essa abordagem pode derivar de uma maior confiança no poder dos mercados de se ajustar do que os neo-brandeisianos têm.

Os neo-brandeisianos, por sua vez, alegam que é preciso preservar o processo competitivo acima de tudo, como afirmam Wu (2018b) e Steinbaum e Stucke (2018). Com base no crescente poder de mercado das firmas, portanto, os neo-brandeisianos afirmam que o antitruste tem sido excessivamente leniente e que, dado a dificuldade de se mensurar todos os impactos decorrentes da maior concentração econômica e o próprio poder político das firmas, seria mais produtivo estabelecer regras de ouro e permitir que alguns falsos positivos ocorram. Ou seja, para preservar a concorrência, deve ser aceitado que alguns atos que não implicariam em diminuição da competição acabem sendo julgados como irregulares por parte das autoridades.

## CONCLUSÃO

O movimento neo-brandeisiano, também conhecido como hipsters do antitruste, colocou o antitruste novamente no centro do debate. A mídia, a academia e os políticos têm se envolvido nas discussões. Não parece plausível que o antitruste passe por esse período sem sofrer ao menos algumas alterações.

O que essa nova escola do antitruste aponta como as consequências de um suposto relaxamento na aplicação da legislação e de um paradigma ruim são diversos fenômenos recentes na economia norte-americana, muito embora algumas dessas questões estejam ocorrendo a nível global também. Na leitura dos neo-brandeisianos, essas situações seriam derivadas de uma crescente concentração nos mercados.

Uma preocupação comum por parte dos autores que advogam por um endurecimento do antitruste é o poder político das firmas. Teme-se que um excesso de concentração econômica acabe por tornar o processo político enviesado a favor de grandes corporações e que os Estados Unidos terminem por se tornar um exemplo de capitalismo de compadrio. Essa preocupação deriva do fato de que oligopólios e monopólios tem uma maior facilidade em arcar com o custo de coordenação necessário à organização política. Dessa forma, oligopólios e monopólios teriam maior probabilidade de investir em *lobbying*, visando influenciar a política a seu favor.

Outro fator que os neo-brandeisianos atribuem à concentração dos mercados é a crescente desigualdade e o desequilíbrio entre ganhos de produtividade e salários que vem ocorrendo nos últimos anos. Na leitura dos neo-brandeisianos, esse fenômeno ocorreria pelo maior poder de mercado que vem sendo observado na economia e o caráter monopsonista que algumas firmas adquirem em função da concentração econômica. O subinvestimento que alguns autores têm apontado nos últimos anos também seria uma evidência do fenômeno da oligopolização.

Além dessas anomalias, há outras questões correlatas. A concentração econômica geraria risco moral em função de garantias implícitas do governo a firmas *too big to fail*, possíveis deseconomias de escala e perdas na inovação, restrições à liberdade dos consumidores em função da ausência de concorrentes e aprisionamento em certas tecnologias ou produtos.

Apesar de algumas acusações de supostamente ignorar a teoria econômica, alguns dos neo-brandeisianos defendem o seu ponto principalmente à partir de argumentos econômicos, como é o caso de Zingales (2012) e Hearn e Tepper (2018). O que de fato praticamente todos os autores dessa nova escola rejeitam é o paradigma do bem-estar do consumidor, que foi desenvolvido pela Escola de Chicago e cujo maior expoente é Robert Bork. Esse paradigma tornou-se dominante na aplicação da legislação há algumas décadas, e os neo-brandeisianos identificam nele grande parte do problema com relação ao antitruste.

A despeito da crítica feita pelos neo-brandeisianos, o *mainstream* do antitruste segue cético com relação aos benefícios de se abandonar o paradigma do bem-estar do consumidor. Os defensores do paradigma argumentam que o mesmo confere previsibilidade às decisões jurídicas e que é capaz de endereçar várias questões ao mesmo tempo, ao contrário do que os neo-brandeisianos afirmam. No entanto, dadas as evidências apontadas de maior concentração e poder de mercado em uma série de indústrias, se o paradigma não é ruim, resta a conclusão de que as autoridades foram bastante incompetentes em aplicá-lo.

Evidentemente, uma coisa é apontar anomalias no paradigma, outra coisa é substituí-lo por algo melhor. Wu (2018a) e Steinbaum e Stucke (2018) defendem que o foco da aplicação do antitruste deveria ser em preservar o processo competitivo, e não em realizar análises estáticas para determinar os efeitos no preço ao consumidor final de determinada ação. Entretanto, falta aos neo-brandeisianos em geral demonstrar de maneira explícita de que maneira as autoridades poderiam abandonar o paradigma do bem-estar do consumidor e adotar a perspectiva mais abrangente que busca preservar a competição. Se os neo-brandeisianos falharem em desenvolver suas ideias de uma maneira simples e aplicável pelas autoridades, provavelmente não conseguirão alterar o antitruste.

Ao final desse trabalho defendeu-se algumas maneiras simples de atender a algumas demandas dos neo-brandeisianos e que são consistentes com a ideia de preservação da competição.

A primeira seria um endurecimento na autorização para fusões e aquisições, não permitindo fusões e aquisições horizontais em indústrias nas quais hajam lucros anormais no longo prazo quando pelo menos uma das firmas envolvidas tenha poder de mercado. Além disso, também se propôs proibir fusões e aquisições de modo geral por firmas que adquiram uma posição de monopólio na prática em mercados relevantes.

A segunda seria um endurecimento do antitruste no mercado financeiro, dado o seu caráter interconectado que representa riscos sistêmicos para a economia, e os incentivos perversos que pacotes de ajuda governamentais direcionados a empresas específicas inserem no mercado.

A terceira e última medida seria a adoção de investigações de mercado, que verificassem a competitividade em dados mercados cuja concentração e consolidação se estendam no longo prazo, e propusesse soluções para aumentar a competição.

Nenhuma dessas medidas afetaria negativamente a competição nos mercados, pelo contrário. Todas estimulariam a competitividade e dificultariam a criação de barreiras à entrada.

No contexto brasileiro, em particular, todas as medidas propostas preencheriam lacunas. Não há limites claros para fusões e aquisições, sendo que os chamados atos de concentração são analisados caso a caso analisando-se possíveis prós e contras. A

adoção de limites claros para fusões e aquisições traria o benefício de que a única análise relevante seria a realidade objetiva. Ou seja, não seriam necessárias estimativas para analisar possíveis ganhos e perdas decorrentes da maior concentração. Isso, ao contrário do que alguns defensores do *mainstream* argumentam, diminuiria consideravelmente a possibilidade de discricionariedade por parte das autoridades e melhoraria a fiscalização por parte do público em geral.

Quanto ao endurecimento do antitruste com relação ao mercado financeiro, também não existem regras específicas de antitruste com relação a essa indústria no Brasil. Na verdade, pelo menos desde a década de 1990, tem se verificado um movimento de maior concentração nesse setor, o que até foi estimulado pelas autoridades<sup>137</sup>. No entanto, como argumenta-se aqui, dado o caráter interconectado do setor financeiro, a emergência de firmas *too big to fail* aumenta o risco sistêmico da economia. Dessa forma, as autoridades deveriam ver com mais ressalvas a concentração no setor financeiro.

Por fim, a instituição de investigações de mercado proveria um instrumento capaz de dar às autoridades uma forma de verificar a dinâmica de uma dada indústria de maneira holística. Isso seria positivo para recomendar possíveis medidas visando estimular a competitividade, diminuindo barreiras à entrada e à saída, por exemplo.

Com relação ao argumento de alguns dos defensores do paradigma do bem-estar do consumidor de que abandoná-lo levaria inevitavelmente a discricionariedade e eventual corrupção, não parece razoável atribuir tamanha precisão ao atual paradigma. Uma decisão, mesmo que tomada de uma maneira técnica, pode esconder opções questionáveis. Por exemplo, em muitas situações o mercado relevante não é tão claro, como a conclusão das autoridades inglesas de que o Instagram não era concorrente do Facebook demonstra. Além disso, a ênfase da análise antitruste atual em estimativas, como as estimativas de crescimento de mercado para verificar a probabilidade de entrada nos mercados e a própria estimativa de ganhos de eficiência, faz com que as decisões tenham que se embasar em pressupostos.

Qualquer paradigma que se siga, sempre haverá algum espaço para decisões arbitrárias. O que garantirá previsibilidade e evitará corrupção não é tanto seguir o paradigma A ou B, mas garantir transparência ao processo decisório das autoridades e garantir que haja *accountability* por parte dos mesmos. De certa maneira, a instituição de regras mais simples com relação ao antitruste em alguns casos, como em fusões e aquisições, até diminuiria a possibilidade de corrupção, pois estreitaria a subjetividade da análise.

---

<sup>137</sup> TAKAR, T. Bancos nas mãos de poucos: 5 instituições detêm 4 de cada 5 reais movimentados, e isso é ruim para clientes, dizem analistas. **Uol**, 18 set. 2017. Disponível em: <<https://www.uol/economia/especiais/concentracao-de-bancos.htm#bancos-nas-maos-de-poucos>>. Acesso em: 15 março 2019.

O que parece incomodar os defensores do *mainstream*, na verdade, é uma suposta perda de cientificidade no antitruste se forem adotadas algumas regras mais simples que prescindam de análises demasiadamente matematizadas. De certa forma, isso é uma *falácia do Nirvana*<sup>138</sup>. Em teoria pode-se pesar os prós e contras, por exemplo, de uma fusão. Na realidade, é impossível determinar de maneira precisa de que maneira as firmas irão interagir quando uma certa indústria se tornar mais concentrada. Além disso, as próprias economias de escala são impossíveis de serem determinadas de maneira totalmente precisa, e podem ser anuladas ou até mesmo superadas por deseconomias de escala ou perdas dinâmicas na forma de menor inovação.

Dessa forma, estabelecer algumas regras simples que busquem evitar concentrações excessivas realizadas de maneira artificial (ou seja, não através de maior eficiência) como limites a fusões e aquisições, obedecendo a critérios que atendam a realidade presente e não estimativas, poderia ser menos danoso à economia do que pressupor que é possível calcular-se os benefícios e malefícios de tudo.

No entanto, como qualquer escolha de política, um endurecimento do antitruste envolve *tradeoffs*. É provável que algumas economias de escala sejam sacrificadas no processo de garantir a competição no longo prazo. Assim como o paradigma do bem-estar do consumidor troca eficiências produtivas e estáticas por ineficiências alocativas e dinâmicas, um eventual paradigma da competição provavelmente faria o caminho inverso.

Os neo-brandeisianos vêm fazendo críticas interessantes ao *status quo* do antitruste e tiveram o enorme mérito de trazer para a discussão um aspecto importante do funcionamento da economia que sido menos debatido nas últimas décadas. Ainda fica em aberto se o movimento conseguirá ou não realizar mudanças significativas no atual estado do antitruste.

---

<sup>138</sup> “The view that now pervades much public policy economics implicitly presents the relevant choice as between an ideal norm and an existing ‘imperfect’ institutional arrangement. This *nirvana* approach differs considerably from a comparative institution approach in which the relevant choice is between alternative real institutional arrangements.” In: DEMSETZ, H. Information and Efficiency: Another Viewpoint. **The Journal of Law and Economics**, vol 12, n. 1, p. 1-22, 1969.

## REFERÊNCIAS

- AARONSON, D.; MAZUMDER, B. Intergenerational Economic Mobility in the United States, 1940 to 2000. **Journal of Human Resources**, Madison, vol. 43, n. 1, p. 139-172, 2008.
- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. **Por que as nações fracassam: As origens do poder, da prosperidade e da pobreza**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. Tradução de Cristiana Serra.
- ACS, Z.; AUDRETSCH, D. Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis. **The American Economic Review**, Nashville, vol. 78, n. 4, p. 678-690, 1988.
- AGARWAL, S. et al. Inconsistent Regulators: Evidence from Banking. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, vol. 129, n. 2, p. 889-938, 2014.
- AGHION, P. et al. Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 120, n. 2, p. 701-728, 2005.
- ARROW, K. Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention. In: National Bureau of Economic Research. **The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors**. 1962. p. 609-626.
- AZAR, J.; MARINESCU, I.; STEINBAUM, M. Labor Market Concentration. **National Bureau of Economic Research**, 2017. Papel para discussão.
- AZAR, J.; SCHMALZ, M.; TECU, I. Anticompetitive Effects of Common Ownership. **The Journal of Finance**, Hoboken, vol. 73, n. 4, 2018.
- BAIN, J. **Barriers to New Competition**. Cambridge: Harvard University Press, 1956.
- BALASUBRAMANIAN, N.; LEE, J. Firm age and innovation. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, vol. 17, n. 5, p. 1019-1047, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. Brasília, 2017.



BARKAI, S. Declining Labor and Capital Shares. **University of Chicago**, 2016. Papel para discussão.

BARTH, J.; WIHLBORG, C. Too Big to Fail and Too Big to Save: Dilemmas for Banking Reform. **National Institute Economic Review**, Londres, vol. 235, n. 1, p. 27-39.

BAUMOL, W. Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure. **The American Economic Review**, Nashville, vol. 72, n. 1, p. 1-15, 1982.

BERNANKE, B. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. **Board of Governors of the Federal Reserve System**, 2 set. 2010. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

BORK, R. Vertical integration and the Sherman act: The legal history of an economic misconception. **The University of Chicago Law Review**, Chicago, vol. 22, n. 1, p. 157-201, 1954.

BORK, R. Legislative Intent and the Policy of the Sherman Act. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, vol. 9, outubro, p. 7-48, 1966.

BORK, R. **The Antitrust Paradox: A Policy at War with Itself**. Nova York: Free Press, 1978.

BOWMAN, W. Tying Arrangements and the Leverage Problem. **The Yale Law Journal**, New Haven, vol. 67, n. 1, p. 19-36, 1957.

BRANDEIS, L. **Other People's Money**. 1913-1914. Disponível em: <<https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>>. Acesso em: 15 março 2019.

BRASIL. Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 dez. 2011. Seção 1, p.1.

CADE. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, 2016.

CALLIGARIS, S.; CRISCUOLO, C.; MARCOLIN, L. Mark-ups in the digital era. **Organization for Economic Cooperation and Development**, 2018. Papel para discussão.

CHANG, H. **Chutando a escada**: A estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica. São Paulo: Fundação Editora da UNESP, 2002. Tradução de Luiz Antônio Oliveira de Araújo.

CONNELLY, L.; ROWELL, D. A History of the Term “Moral Hazard”. **The Journal of Risk and Insurance**, Hoboken, vol. 79, n. 4, p. 1051-1075, 2012.

CRANE, D. Has the Obama Justice Department Reinvigorated Antitrust Enforcement? **Stanford Law Review**, julho 2012. Disponível em: <<https://www.stanfordlawreview.org/online/has-the-obama-justice-department-reinvigorated-antitrust-enforcement/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

CRANE, D. Tesla, Dealer Franchise Laws, and the Politics of Crony Capitalism. **Iowa Law Review**, Iowa, vol. 101, n. 2, p. 573-607, 2016.

CRANE, D. Antitrust and Democracy: A Case Study from German Fascism. **University of Michigan**, Law & Economics Working Papers, 2018a. Papel para discussão n. 155.

CRANE, D. Antitrust’s Unconventional Politics. **University of Michigan**, Law & Economics Working Papers, 2018b. Papel para discussão n. 153.

DAL BÓ, P. Cooperation under the Shadow of the Future: Experimental Evidence from Infinitely Repeated Games. **The American Economic Review**, Nashville, vol. 95, n. 5, p. 1591-1604, 2005.

DAVID, P. Clio and the economics of QWERTY. **American Economic Review**, Nashville, vol. 75, n.2, p. 332-337, 1985.

DECKER, R. et al. The secular decline in business dynamism in the US. **University of Maryland**, 2014. Papel para discussão.

DE LOECKER, J. EECKHOUT, J. The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications. **The National Bureau of Economic Research**, 2017. Papel para discussão.

DE LOECKER, J. EECKHOUT, J. Global Market Power. **The National Bureau of Economic Research**, 2018. Papel para discussão.

DEMSETZ, H. Information and Efficiency: Another Viewpoint. **The Journal of Law and Economics**, vol 12, n. 1, p. 1-22, 1969.

DIEZ, F.; LEIGH, D.; TAMBUNLERTCHAI, S. Global Market Power and its Macroeconomic Implications. **International Monetary Fund**, 2018. Papel para discussão n. 18/137.

DORSEY, E. et al. Requiem for a Paradox: The Dubious Rise and Inevitable Fall of Hipster Antitrust. **George Mason University**, 2018. Papel para discussão.

DOTTING, R.; GUTIERREZ, G.; PHILIPPON, T. Is there an investment gap in advanced economies? If so, why? **European Central Bank**, 2017. Papel para discussão.

DYCK, A.; MOSS, D.; ZINGALES, L. Media versus Special Interests. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 56, n. 3, p. 521-553, 2013.

ENGERMAN, S.; SOKOLOFF, K. The Evolution of Suffrage Institutions in the New World. **The Journal of Economic History**, Cambridge, vol. 65, n. 4, p. 891-921, 2005.

FACCIO, M. Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis. **Financial Management**, Hoboken, vol. 39, n. 3, p. 905-927, 2010.

FARREL, J.; KLEMPERER, P. Coordination and Lock-In: Competition with Switching Costs and Network Effects. In: ARMSTRONG, M.; PORTER, R. **Handbook of Industrial Organization**. Volume 3. Amsterdã: Elsevier, 2007. p. 1967-2072.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom**. Chicago: University of Chicago Press, 1962. p. 28.

FTC. **Horizontal Merger Guidelines**. Washington, 2010.

GEROSKI, P. What do we know about entry? **International Journal of Industrial Organization**, Amsterdã, vol. 13, n. 4, p. 421-440, 1995.

GRANDY, C. Original Intent and the Sherman Antitrust Act: A re-examination of the Consumer-Welfare Hypothesis. **The Journal of Economic History**, Cambridge, vol. 53, n. 2, p. 359-376, 1993.

GREENSPAN, A. **Antitrust**. In: Antitrust Seminar of the National Association of Business Economics, Cleveland, 1961.

GRULLON, G.; LARKIN, Y.; MICHAELY, R. Are U.S. Industries Becoming More Concentrated? **Review of Finance**, 2018. No prelo.

GUIO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Cultural Biases in Economic Exchange?. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 124, n. 3, p. 1095-1131, 2009.

HABER, S. **Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence**. Stanford: Hoover Institution Press, 2002.

HEARN, D; TEPPER, J. **The myth of capitalism: monopolies and the death of competition**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018.

HOLMES, T.; SCHMITZ, J. Competition at Work: Railroads vs. Monopoly in the U.S. Shipping Industry. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Minneapolis, vol. 25, n. 2, p. 3-29, 2001.

HOVENKAMP, H. Is Antitrust's Consumer Welfare Principle Imperiled? **University of Pennsylvania**, 2018. Papel para discussão.

HUERGO, E.; JAUMANDREU, J. Firm's age, process innovation and productivity growth. **International Journal of Industrial Organization**, Amsterdã, vol. 22, n. 4, p. 541-559, 2004.

HUGHES, D. Unmaking an exception: A critical genealogy of US exceptionalism. **Review of International Studies**, Cambridge, vol. 41, n. 3, p. 527-551, 2015.

KARABARBOUNIS, L.; NEIMAN, B. Trends in Factor Shares: Facts and Implications. **The National Bureau of Economic Research**, 2017. Disponível em: <<https://www.nber.org/reporter/2017number4/karabarbounis.html>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

KAWAGOE, T. Agricultural Land Reform in postwar Japan: Experiences and Issues. **The World Bank**, 1999. Papel para discussão.

KENNEDY, J. Why the Consumer Welfare Standard Should Remain the Bedrock of Antitrust Policy. **Information Technology & Innovation Foundation**, 2018.

KHAN, L. Amazon's Antitrust Paradox. **Yale Law Journal**, New Haven, vol. 126, n. 3, p. 709-805, 2016.

KRISHNAN, M. et al. The productivity puzzle: a closer look at the United States. **McKinsey Global Institute**, março 2017. Papel para discussão. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/employment%20and%20growth/new%20insights%20into%20the%20slowdown%20in%20us%20productivity%20growth/mgi-the-productivity-puzzle-discussion-paper.ashx>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

KWOKA, J. Does Merger Control Work? A Retrospective on U.S. Enforcement Actions and Merger Outcomes. **Antitrust Law Journal**, Chicago, vol. 80, n. 3, p. 619-650.

LAMBERT, T. Lobbying on Regulatory Enforcement actions: Evidence from U.S. Commercial and Savings Banks. **Management Science**, 2017.

LAMONT, O. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. **The Journal of Finance**, Hoboken, vol. 52, n. 1, p. 83-109, 2012.

LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MAYER, A.; RITTER, J. Regulating Data as Property: A New Construct for Moving Forward. **Duke Law & Technology Review**, Durham, vol. 16, n. 1, p. 220-277.

MARX, K. The General Law of Capitalist Accumulation. **Das Kapital**, 1867. Disponível em: <<https://www.marxists.org/archive/marx/works/1867-c1/ch25.htm>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

MCGEE, J. Predatory Price Cutting: The Standard Oil (N.J.) Case. **The Journal of Law & Economics**, Chicago, vol. 1, p. 137-169, 1958.

MUDDE, C. Populism in the Twenty-First Century: An Illiberal Democratic Response to Undemocratic Liberalism. **The Andrea Mitchell Center for the Study of Democracy**, (2018?). Disponível em: <<https://www.sas.upenn.edu/andrea-mitchell-center/cas-mudde-populism-twenty-first-century>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

NICKELL, S. Competition and Corporate Performance. **Journal of Political Economy**, Chicago, vol. 104, n. 4, p. 724-746, 1996.

NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. Nova York: Cambridge University Press, 1990.

OCDE. A Family Affair: Intergenerational Social Mobility across OECD Countries. In: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **Economic Policy Reforms: Going for Growth**. 2010. p. 183-200. Disponível em: <<https://www.oecd.org/centrodemexico/medios/44582910.pdf>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

OHLHAUSEN, M.; OKULIAR, A. Competition, Consumer Protection, and the Right Approach to Privacy. **Antitrust Law Journal**, Chicago, vol. 80, n. 1, p. 121-156.

OLSON, M. **The logic of collective action: Public goods and the theory of groups.** Cambridge: Harvard University Press, 1965.

ORBACH, B. The Antitrust Consumer Welfare Paradox. **Journal of Competition Law & Economics**, Oxford, vol.7, n.1, p. 133-164, 2011.

PIKETTY, T. **O Capital no século XXI.** Rio de Janeiro: Intrínseca, 2013. Tradução de Monica Baumgarten de Bolle.

PITOFISKY, R. Political Content of Antitrust. **University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, vol. 127, p. 1051-1075, 1979.

PORTO JR, S.; SILVA, E. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, vol. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

POSNER, R. The Chicago School of Antitrust Analysis. **University of Pennsylvania Law Review**, Filadélfia, vol. 127, 925-948, 1979.

RAJAN, R.; SERVAES, H.; ZINGALES, L. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. **The Journal of Finance**, Hoboken, vol. 55, n. 1, p. 35-80, 2000.

RODRIK, D. The Good Jobs Challenge. **Project Syndicate**, 7 fev. 2019. Disponível em: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/how-countries-can-create-middle-class-jobs-by-dani-rodrik-2019-02>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

SCHMIDT, C. Antitruste 4.0: desafios de como agir com conglomerados na era da informação. **Jota**, 15 set. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/antitruste-4-0-desafios-de-como-agir-com-conglomerados-na-era-da-informacao-15092018>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

SCHMIDT, C. Hipster Antitrust: poder de mercado e bem-estar do consumidor na Era da Informação. **Jota**, 28 dez. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e>>



analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/hipster-antitrust-poder-de-mercado-e-bem-estar-do-consumidor-na-era-da-informacao-28122018>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

SCHWARTZ, P. Property, Privacy and Personal Data. **Harvard Law Review**, Cambridge, vol. 117, n. 7, p. 2056-2128.

SKITOL, R.; VORRASI, K. The remarkable 50-year legacy of Brown Shoe Co. v. United States. **Antitrust**, vol.26, n. 2, p. 47-53, 2012.

STEINBAUM, M.; STUCKE, M. The Effective Competition Standard: A New Standard for Antitrust. **Roosevelt Institute**, 2018.

STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Sciences**, Hoboken, vol. 2, n. 1, p. 3-21, 1971.

STIGLITZ, J. Are markets efficient, or do they tend towards monopoly? The verdict is in. **World Economic Forum**, 18 maio 2016. Disponível em <<https://www.weforum.org/agenda/2016/05/joseph-stiglitz-are-markets-efficient-or-do-they-tend-towards-monopoly-the-verdict-is-in/>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

SUMMERS, L. The Age of Secular Stagnation. **Foreign Affairs**, 15 fev. 2016. Disponível em: < <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>>. Acesso em: 21 fevereiro 2019.

TOCQUEVILLE, A. **Democracy in America**. Chicago: University of Chicago Press, 1838.

WHITE, L.; YANG, J. What Has Been Happening to Aggregate Concentration in the U.S. Economy in the 21st Century? **New York University**, 2017. Papel para discussão.

WU, T. After Consumer Welfare, Now What? The ‘Protection of Competition’ Standard in Practice. **The Journal of the Competition Policy International**, 2018a.

WU, T. **The Curse of Bigness: Antitrust in the New Gilded Age**. Nova York: Columbia Global Reports, 2018b.

ZINGALES, L. **A capitalism for the people**: recapturing the lost genius of American prosperity. Nova York: Basic Books, 2012.

ZINGALES, L. Towards a Political Theory of the Firm. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, vol. 31, n. 3, p. 113-130, 2017.